



Kapitalmarkt-
perspektiven 2024

Vertraute Gesichter,
neues Kapitel.

Sehr geehrte Leserinnen und Leser unserer Kapitalmarktperspektiven 2024,

wenngleich jüngeren Generationen kaum bekannt, sind alt „vertraute Gesichter“ zurück: Inflation und Zins! Und sie sind gekommen, um zu bleiben. Zahlreiche strukturelle Faktoren und geopolitische Entwicklungen lassen erwarten, dass die Inflation und im Schlepptau dieser auch das Zinsniveau in den nächsten Jahren höher liegen werden als im letzten Jahrzehnt mit seiner ausgedehnten Null- und Negativzinsphase.

Aber auch andere „vertraute Gesichter“ sind mit unserem Bedauern zurück. Der längst in der Mottenkiste geglaubte „Eiserne Vorhang“ wölbt sich wieder und weckt Erinnerungen an die Zeit des Kalten Krieges. Populismus und Blockdenken dominieren die politische Diskussion. Die darin zum Ausdruck kommenden geopolitischen Spannungen sind „vertraute Gesichter“, ebenso wie die Ressourcenknappheiten, die zuweilen an die 1970er-Jahre denken lassen.

Alles Nachrichten, die lähmen statt zu beflügeln. Die Welt ist im Wandel, und auch „neue Kapitel“ werden aufgeschlagen. Medizinische Fortschritte bahnten uns den Weg aus der Pandemie. Auch das Jahr 2023 war geprägt von Fortschritten, vor allem im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI). Fortschritt, aus Ideen geboren und auf Basis wissenschaftlicher Forschung in die Tat umgesetzt. Ob Segen oder Fluch, das hat der Mensch in der Hand. „Vertraute Gesichter, neues Kapitel“ lautet daher der Titel unserer diesjährigen Kapitalmarktperspektiven 2024. Einer bildgebenden KI haben wir diese Idee eingeflüstert. Die KI hat daraus einen kreativen Bildvorschlag generiert, inspiriert und Zeit erspart. Ein Mensch hat es künstlerisch noch aufgewertet, und so entstand unser diesjähriges Bildmotiv. Fortschritt ist, was der Mensch daraus macht.

Fortschritte sind auch bei der Eindämmung der viel zu hohen Inflationsraten im letzten Jahr zu vermelden. Wie geht es hier weiter? Unsere deutsche Vertreterin im EZB-Direktorium, Isabel Schnabel, hat darauf hingewiesen, dass die „Mühen der letzten Meile“ bei der Wiederherstellung der Preisstabilität nicht unterschätzt werden sollten. Global ist der (Leit-)Zinsgipfel erreicht und der Weg in Richtung niedrigerer Leitzinsen vorgezeichnet. Die Leitzinsen werden u. E. jedoch nicht in dem Tempo sinken wie sie angehoben wurden. Eine überraschend widerstandsfähige Weltwirtschaft sowie die Hoffnung auf wieder sinkende Leitzinsen haben dem Anleger ein bekömmliches Kapitalmarktjahr geschenkt. Die Mühen der letzten Meile gelten jedoch auch für den Aufstieg aus der wirtschaftlichen Talsohle. Mitunter könnten ein paar Lorbeeren zu viel im aktuellen Marktklima eingepreist sein. Wir glauben daher an ein konstruktives, wenn auch nicht durchweg ungetrübtes Kapitalmarktjahr 2024.

Ihnen und Ihren Familien wünschen wir ein glückliches und gesundes neues Jahr.

Herzliche Grüße

Ihr Kapitalmarktanalyse-Team der Kreissparkasse Köln

Kapitalmarktperspektiven 2024 auf einen Blick

Prognoseübersicht

	Prognoseübersicht				
	29.12.23	Jahresende 2024			KSK
Durchschnitt		Konsens Niedrigste Schätzung	Höchste Schätzung		
Leitzinsen¹⁾					
EZB-Einlagensatz	4,00%	3,25%	2,25%	4,00%	3,50 - 3,75%
EZB-Hauptref.	4,50%	3,75%	2,75%	4,50%	4,00 - 4,25%
Fed (obere Grenze)	5,50%	4,50%	2,75%	5,00%	4,50 - 4,75%
Staatsanleihen 10J¹⁾					
Deutschland	2,00%	2,24%	1,90%	2,50%	1,80 - 2,30%
USA	3,87%	3,80%	3,00%	4,50%	3,75 - 4,25%
Wechselkurse¹⁾					
USD/EUR	1,1050	1,12	1,05	1,18	1,10 - 1,15
JPY/EUR	156,33	152	138	166	145 - 155
CHF/EUR	0,9260	0,99	0,93	1,08	1,00 - 1,05
Aktienmärkte¹⁾					
DAX	16.752	16.938	15.538	19.000	17.500 - 18.000
Euro Stoxx 50	4.522	4.505	4.241	4.950	4.650 - 4.800
S&P500	4.770	4.795	3.900	5.500	4.750 - 4.900

¹⁾ Quelle für die Konsensprognosen: Bloomberg, Stand: 29.12.2023, Aktienmarktprognosen: LSEG Datastream, Stand: 21.11.2023

Redaktionelle und rechtliche Hinweise

Autoren

Rückblick:	Jan Rösch
Konjunktur, Zinsen, Währungen:	Prof. Dr. Carsten Wesselmann, Heiko Zülch
Aktienmärkte:	Michael Kahler, Jan Rösch, Heiko Zülch
Rohstoffe:	Heiko Zülch
Vermögensstrukturierung:	Rolf Saßen

Wichtiger Hinweis:

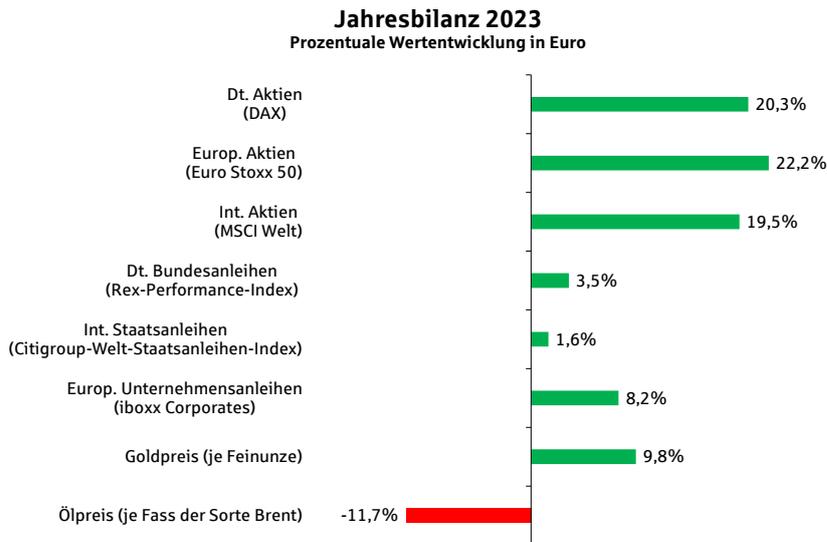
Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die Ihnen eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll. Meinungsäußerungen oder Empfehlungen können für den einzelnen Investor nicht anleger- oder objektgerecht sein. Bitte sprechen Sie daher vor einer Auftragserteilung mit Ihrem Anlageberater, soweit nicht auf eine Beratung verzichtet wird (☞ direkt Brokerage). Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernommen werden. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt bzw. eine Kopie dieser Veröffentlichung dürfen ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis der Kreissparkasse Köln auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten.

In einigen ausländischen Rechtsordnungen ist die Verbreitung dieser Information unter Umständen gesetzlichen Restriktionen unterworfen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument/diese Information gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Einen ausführlichen Hinweis auf interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten in der Kreissparkasse Köln können sie unter <https://www.ksk-koeln.de/de/home/privatkunden/wertpapiere-und-boerse.html> einsehen.

Sofern nicht anders vermerkt, ist als Quelle für die statistischen Daten, Tabellen und Grafiken der Datenanbieter LSEG Datastream zu nennen.

A. Rückblick 2023 – Kapitalmärkte



Die Bilanz des Börsenjahres 2023 fällt deutlich besser aus, als es zu Beginn des Jahres zu erwarten gewesen wäre. Wie vorhergesagt führten die Zentralbanken ihren Kampf gegen die zu hohen Inflationsraten entschlossen fort. Es wurden Leitzinsgipfel markiert, die noch höher ausfielen als ohnehin schon angenommen. Gerade zu Beginn des Jahres waren die Sorgen noch groß, dass die Weltwirtschaft diesem Zinsschock nicht standhalten würde. Mitunter hatten die Anleger Nachrichten zu verdauen, die diese Sorgen noch verstärkten. So gerieten US-Regionalbanken ins Straucheln. Das Echo strahlte bis in den Schweizer Bankenmarkt aus. Der langjährige Aufschwung an den Immobilienmärkten endete jäh und spektakuläre Pleiten ließen aufhorchen. Das Jahr war auch in politischer und geopolitischer Hinsicht kein leichtes. So gesellte sich eine neue Eskalation im Nahen Osten zum andauernden Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine noch hinzu. Doch letztlich erwies sich die Realwirtschaft als erstaunlich widerstandsfähig und die schlimmsten Befürchtungen bewahrheiteten sich nicht.

Die Realwirtschaft erwies sich als erstaunlich widerstandsfähig

Die deutsche Volkswirtschaft hatte wie erwartet stärker unter den Rahmenbedingungen zu leiden und dürfte auf Basis jüngster Prognosen um ca. 0,4 % geschrumpft sein. Der Euroraum verzeichnete noch ein schwach positives Wachstum von ca. +0,5 %. Die USA überraschten sogar mit einem leicht höheren Wachstum als im Vorjahr. Der Jahresdurchschnitt der Inflationsraten bewegte sich zwar dies- wie jenseits des Atlantiks weit entfernt von den Zielmarken. Zuletzt waren sie davon jedoch nicht mehr weit entfernt. Die EZB beendete ihren Zinserhöhungskurs im September mit einem Einlagensatz von 4,00 % und einem Hauptrefinanzierungssatz von 4,50 %. Bei der Fed dürfte bereits die Erhöhung der Zielzins-Spanne auf 5,25 - 5,50 % im Juli der letzte Schritt gewesen sein. Der Euro konnte per saldo gegenüber dem Dollar rund 3 % zulegen und notierte zum Ende des vergangenen Jahres bei rund 1,10 US-Dollar je Euro.

Deutsche Wirtschaft leicht geschrumpft – Euroraum mit leichtem Wachstum – USA überraschend stark gewachsen

Nach dem katastrophalen Anleihenjahr 2022 verlief das vergangene Jahr überraschend positiv. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen sanken um 0,56 %-Punkte auf 2,00 % und die der vergleichbaren US-Pendants stiegen leicht um 0,03 %-Punkte auf 3,87 %. Der deutsche Rentenindex (RexP), der die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen misst, verzeichnete ein Plus von 3,5 %. Für europäische Unternehmensanleihen fiel der Zuwachs mit 8,2 % noch deutlicher aus.

Positives Jahr am Rentenmarkt

Aufholjagd am Aktienmarkt

Die Gewinner des vergangenen Jahres waren die Aktienmärkte. Von hohen Erwartungen auf Zinssenkungen geprägt, holten die Märkte in etwa das auf, was sie im Vorjahr verloren. Der Weltindex der Standardbörsen legte in Euro per saldo ein Plus von 19,5 % hin. Dax und Euro Stoxx 50 legten auf Jahressicht ebenfalls kräftig zu und verzeichneten einen Anstieg um 20,3 % bzw. 22,2 %. Bei den Rohstoffen waren die Entwicklungen heterogener. Während Gold erneut ein ordentliches Jahr abschloss – zu Buche stand ein Zuwachs von 13,8 % auf Dollar-Basis und 9,8 % in Euro –, war die Ölpreisentwicklung von konjunkturellen und (geo-)politischen Unsicherheiten geprägt. Der Ölpreis büßte nach unterjährig volatiler Entwicklung knapp 11,7 % ein.

B. Der Blick nach vorn

I. Das große Bild

	2020	2021	2022	Konsensprognosen ¹⁾	
				2023	2024
BIP-Wachstum^{*)}					
Deutschland	-4,2	3,1	1,9	-0,4	0,5
Euroraum	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,6
USA	-2,2	5,8	1,9	2,4	1,1
Japan	-4,2	2,7	0,9	1,9	1,0
Inflation^{*)}					
Deutschland	0,5	3,1	6,9	6,0	2,7
Euroraum	0,3	2,6	8,4	5,5	2,6
USA	1,2	4,7	8,0	4,2	2,7
Japan	0,1	-0,2	2,5	3,2	2,2

¹⁾ Quelle: Consensus Economics

^{*)} Veränderung ggü. Vj.

Corona-Pandemie und Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine forcieren Strukturbruch

Die Weltwirtschaft sortiert sich neu. Lang geglaubte Gewissheiten und Sicherheiten befinden sich im Wandel, der mit erheblichen Auswirkungen für Ökonomie, Politik und Gesellschaft einhergeht. Forciert wurde dieser Strukturbruch durch die Corona-Pandemie und den Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine. Doch diese beiden Ereignisse sind nicht die Auslöser dieses Wandels; sie haben lediglich längst im Fluss befindliche Strukturverschiebungen beschleunigt. Die Wurzeln dieser Entwicklungen sind demografischer, technologischer und politischer Natur.

Große Herausforderungen für die Gesellschaft

Wir haben schon mehrfach darauf hingewiesen, dass die Phase der Globalisierung, des Freihandels, des Überflusses und strukturell sinkender Zinsen, die die Wirtschaft seit dem Fall des Eisernen Vorhangs und der Öffnung des chinesischen Außenhandels (beginnend in den 1990er Jahren) bis Anfang der 2020er Jahre geprägt hat, aktuell eine Wendung findet. An ihre Stelle treten geopolitische Spannungen, Ressourcenknappheit und sich verhärtende Inflationstendenzen. Dieser Strukturwandel hat maßgeblichen Einfluss auf die ökonomischen, sozialen und politischen Strukturen, innerhalb derer Unternehmen, Haushalte und Staaten agieren.

Sechs strukturelle Faktoren werden die wirtschaftliche Entwicklung nachhaltig determinieren

Die genaue Reichweite dieser Veränderungen sowie die betroffenen Bereiche in politischer, wirtschaftlicher, soziokultureller, technologischer, ökologischer und rechtlicher Hinsicht lassen sich gegenwärtig noch nicht in Gänze absehen. Unbestritten ist jedoch, dass Gesellschaft und Politik mit stetig wachsenden, komplexen und vielschichtigen Herausforderungen konfrontiert sind. Sechs bedeutende Themen im wirtschaftlichen Kontext kristallisieren sich dabei heraus, deren Anfangsbuchstabe allesamt das „D“ ist: Demografie, Dekarbonisierung,

Digitalisierung, De-Globalisierung, De-Industrialisierung und Debt (Verschuldung). Der Nettoeffekt dieser Faktoren wirkt inflationär sowie zinstreibend und erhöht die Gefahr von Konzentrationsrisiken.

Die Ära der Negativzinsen ist auf absehbare Zeit vorbei. Gleichzeitig nehmen aufgrund der wachsenden Komplexität der fundamentalen und geopolitischen Rahmenbedingungen sowie der damit verbundenen erhöhten Volatilität die Herausforderungen für das Risikomanagement sowie die Liquiditäts- und die Portfoliosteuerung zu. Dass die Zinswende die Finanzierungskosten erhöht, ist offensichtlich. Doch eine Beschränkung der Betrachtung allein darauf wäre unzureichend. Über etwa zehn Jahre hinweg konnten Unternehmen die durchschnittliche Zinsbelastung ihrer Schulden in der Bilanz durch günstigere Folgefinanzierungen reduzieren. Dieser Prozess hat nun vorerst sein Ende erreicht.

Der Zins ist gekommen, um zu bleiben

Die Finanzierungssituation und -strukturen der Unternehmen variieren stark, aber im Allgemeinen lässt sich sagen, dass derzeit neue Kredite teurer sind als bestehende. Darüber hinaus stehen in den nächsten Jahren bei zahlreichen Unternehmen langfristige Verbindlichkeiten zur Fälligkeit an, die zumindest zum Teil und dann zu vermutlich schlechteren Konditionen zu refinanzieren sind. Solide Bilanzen und die Reduzierung der Verschuldung gewinnen folglich an Relevanz. Dies kann – je nach Umfang – in Konflikt stehen mit Investitionsausgaben und der Ausschüttung von Dividenden. Hieß es noch vor einigen Jahren, Dividenden seien der neue Zins, gelten Zinsen, also Festzinsanlagen, heute in vielen Anlagekreisen nicht nur wieder als attraktive Anlageoption, sondern begrenzen gleichzeitig den Raum für Dividendenexpansion.

Refinanzierungskosten steigen

In einer Phase, die von langanhaltenden Null- und Negativzinsen geprägt war, wurden die Folgen der Schuldenaufnahme weitestgehend in Schach gehalten. Allerdings deutet sich nun eine mögliche Veränderung an, da die Zentralbanken gezwungen waren, ihre Leitzinsen hochzufahren, um den Inflationsrisiken entgegenzuwirken. Diese Veränderung könnte sowohl für Staaten, Unternehmen als auch private Haushalte, insbesondere angesichts stagnierender Einkommen und schwachen Wachstums, erhebliche Herausforderungen mit sich bringen. Es besteht die Sorge, dass die rechtzeitige und vollständige Rückzahlung der Schulden im Zweifelsfall nicht gewährleistet werden kann.

Die Frage nach der Schuldenragfähigkeit rückt wieder in den Fokus

Aber der Strukturbruch bringt nicht nur Schattenseiten mit sich. Neue Trends können neue Innovationsfelder aufzeigen, die neue Chancen für Unternehmen und Standorte mit sich bringen. Dies erfordert in erster Linie Eigeninitiative und bedeutet, innovative Ideen zu entwickeln. Dabei ist die Politik aufgerufen, die Rahmenbedingungen für den Strukturwandel so zu gestalten, dass flexible Anpassungen möglich sind. Zu diesen Rahmenbedingungen zählen unter anderem die Förderung neuer Ideen und Unternehmensgründungen, die Stärkung des Bildungssystems, die Schaffung freier Märkte, die Reduzierung bürokratischer Hürden, die Verbesserung der Infrastruktur und die Schaffung wettbewerbsfähiger Forschungsstrukturen mit einer evaluationsorientierten Forschungsförderung.

Politik muss die Rahmenbedingungen für den Strukturwandel gestalten

Es ist unbestritten, dass hier z. T. erheblicher Nachholbedarf besteht. Dies gilt gerade auch für Deutschland. Die wirtschaftliche Lage ist zudem zweifelsohne von zahlreichen Herausforderungen geprägt. Es gibt aber durchaus Gründe, mit Optimismus in die Zukunft zu blicken. Die Geschichte zeigt, dass Systeme ein neues Gleichgewicht finden, nachdem die größten Verwerfungen abgeklungen sind. Es gibt keinen vorgezeichneten Pfad nach unten für Deutschland, das von

Mehr Mut zum Optimismus: Systeme finden i. d. R. ein neues Gleichgewicht, nachdem die größten Verwerfungen abgeklungen sind

seinen Voraussetzungen her besser als viele andere Staaten der Welt dafür gerüstet ist, zu den Gewinnern des 21. Jahrhunderts zu zählen. Um nur einige Stärken hervorzuheben: Unsere Volkswirtschaft ist hochgradig diversifiziert, wir haben über 1.000 sogenannte „hidden champions“, ein duales Berufsausbildungssystem, um das uns die meisten anderen Länder beneiden, ein hohes Maß an sozialem Frieden, eine gute Schuldentragfähigkeit und Deutschland punktet im internationalen Vergleich mit seinem stabilen politischen System und einem starken Finanzsektor.

Wir müssen wieder mehr Risiken eingehen ...

Doch warum scheint uns in Deutschland in letzter Zeit so wenig zu gelingen? Es gibt dafür bestimmt nicht nur eine Ursache, aber vielleicht eine Konstante, die dem Problem zugrunde liegt: Wir werden als Gesellschaft immer risikoaverser. Wir leben lieber im Status quo, anstatt uns zu fragen, welche Weichen gestellt und welche Kosten und Risiken wir in Kauf nehmen müssen.

... und uns Neuerungen öffnen

Wir müssen uns tiefgreifenden Neuerungen öffnen, die die Grundlage für zukünftiges Wachstum bilden. Wir denken dabei z. B. an Themen wie Energieeffizienz, Digitalisierung und moderne Geschäftsmodelle. Unternehmen, die sich in der aktuellen Situation kritisch hinterfragen, Prozesse neu überdenken, ihr Geschäftsmodell optimieren und Alternativen – auch in Finanzierungsfragen – mitdenken, haben gute Chancen, von einem möglichen Aufschwung zu profitieren. Dank der Innovationskraft und der Flexibilität des deutschen Mittelstandes gilt dies für Deutschland in einem besonderen Maße.

Helfen wir dem Optimismus auf die Sprünge

Optimismus ist der große Motor des Lebens – und die wichtigste Antriebskraft einer Volkswirtschaft. Unsere Welt ist nicht immer rund, sondern hat Ecken und Kanten. Einen anderen Weg, als sie dennoch konstruktiv mitzugestalten – und zwar ohne wegzusehen, ohne zu resignieren – gibt es nicht. Zuversicht ist in diesen Zeiten zwar schwer konservierbar – vom Nichtstun kommt sie aber auch nicht zurück. Strengen wir uns also an und helfen dem Optimismus auf die Sprünge, denn er braucht uns jetzt mehr denn je, und wir brauchen ihn.

Mehr Details zum großen Bild sind der Begleitpublikation „Die Welt sortiert sich neu“ zu entnehmen, die nur in digitaler Form erhältlich ist.

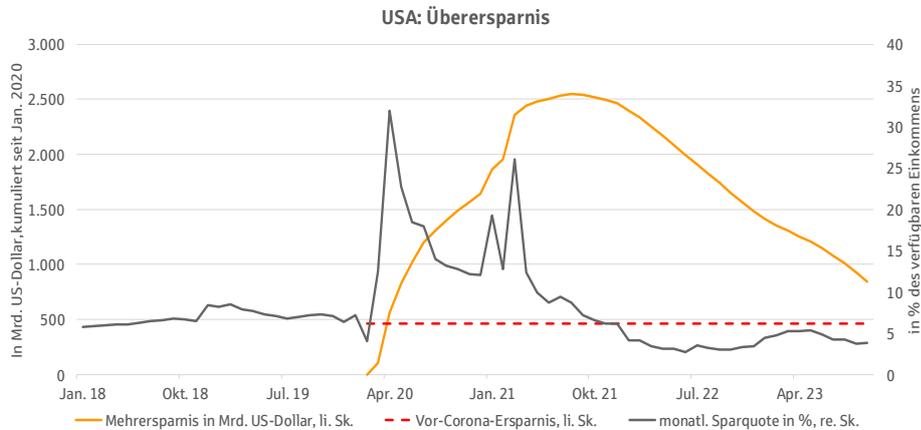
II. Konjunktur

1. Industrieländer

USA: U. a. dank des Sparüberhangs zeigt sich die US-Wirtschaft bis dato robust

Die **US-Wirtschaft** zeigt sich in dem aktuellen Umfeld sehr robust. Weder die zeitweise deutlich über der Zielmarke der US-Notenbank liegende Inflation noch das merklich gestiegene Zinsniveau scheinen der US-Wirtschaft etwas anhaben zu können. Verantwortlich dafür sind bis dato vor allem zwei Faktoren. Zum einen stützt noch immer der sukzessive Abbau des in der Corona-Pandemie aufgebauten Sparüberhangs. Rund 2,5 Bio. US-Dollar haben die US-Privathaushalte zusätzlich während der Pandemie auf die hohe Kante gelegt. Mittlerweile ist dieser Betrag auf 0,8 Bio. US-Dollar zusammengeschmolzen und dürfte in nächster Zeit als Konjunkturstütze an Bedeutung verlieren, zumal es sich hierbei um eine Nominalgröße handelt, die durch die hohe Inflation 2022 und 2023 spürbar an Kaufkraft eingebüßt hat. Auffällig in diesem Kontext ist die merklich gesunkene Sparquote, die mit aktuell 4,0 % deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt liegt. Dies kann als Indiz für eine zunehmend

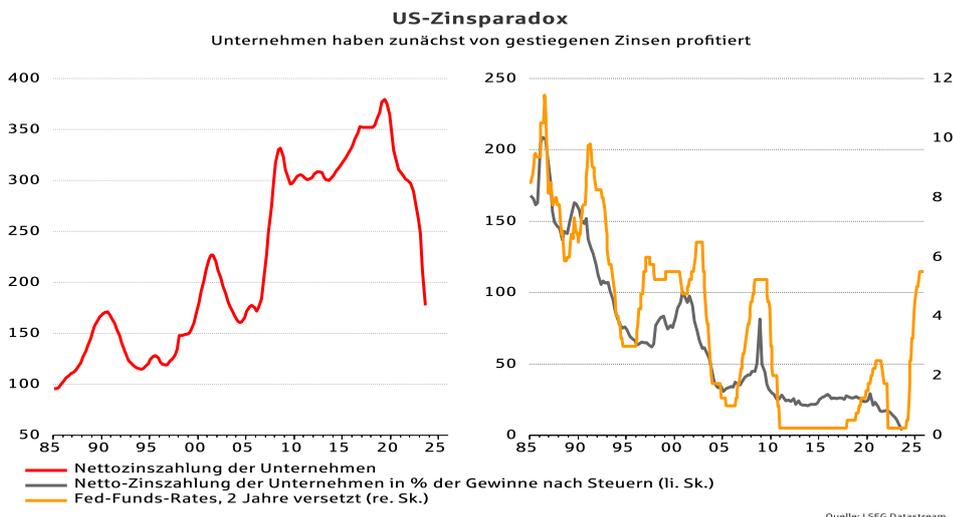
angespannte finanzielle Lage der privaten Haushalte gedeutet werden. In die gleiche Richtung deutet die seit einiger Zeit deutlich anziehende Kreditaufnahme der US-Bürger.



Quelle: LSEG Datastream

Zum anderen ist das „Zinsparadoxon“ für die vergleichsweise solide US-Wirtschaftsentwicklung anzuführen. Auffällig ist, dass die Nettozinszahlungen (Zinsaufwendungen abzgl. -erträge) der Unternehmen im Zuge des Zinserhöhungszyklus wider Erwarten gesunken sind. Erklären lässt sich dies mit den z. T. hohen Cash-Beständen von Unternehmen wie Apple, Microsoft und Alphabet. Diese haben im Zuge der gestiegenen Zinssätze höhere Zinseinnahmen kassiert, bei den Schulden aber noch von den im Niedrigzinsumfeld abgeschlossenen langlaufenden Altverträgen profitiert. Die Netto-Zinszahlungen sind daher gesunken. Bei Alphabet lagen sie bspw. im 2. Quartal 2023 um mehr als 400 Mio. US-Dollar niedriger als ein Jahr zuvor.

US-Unternehmen haben zunächst von den gestiegenen Zinsen profitiert



Dieser positive Zinseffekt sollte in den kommenden Monaten nicht nur nachlassen, sondern sich umkehren. Die Zinsausgaben dürften ansteigen, da die Refinanzierung von auslaufenden Krediten und Anleihen zumeist nur zu ungünstigeren Konditionen erfolgen kann. Gleichzeitig hat bei den US-Unternehmen die Gewinnkompression bereits eingesetzt, was zu einem Rückgang der Cash-Bestände und folglich zu sinkenden Zinseinnahmen führt.

Zinsausgaben dürften steigen und gleichzeitig sollten die Zinseinnahmen sinken

Restriktive Geldpolitik wirkt nicht nur über den Zinskanal bremsend

Darüber hinaus wirkt die restriktive Geldpolitik nicht nur über den Zinskanal auf die Realwirtschaft. So haben die Banken bspw. auch die Kreditvergabestandards verschärft. Gleiches gilt für die Anforderungen an zu hinterlegende Sicherheiten, was dämpfend auf die Investitionsbereitschaft der Unternehmen wirkt. Ferner hat die Fed ihr Bilanzvolumen abgebaut, was zu einem Rückgang der Notenbankliquidität an den Finanzmärkten führt und zu einer Belastung für die finanziellen Vermögenswerte werden kann. In diesem Kontext sei exemplarisch auf die deutlichen Kurseinbrüche festverzinslicher Wertpapiere verwiesen.

Auch den privaten Haushalten setzt das gestiegene Zinsniveau zu

Zudem belastet die restriktive Geldpolitik nicht nur die US-Unternehmen, sondern auch verschuldete private Haushalte, da die Zinsbindung von Hypotheken- und Konsumentenkrediten früher oder später ausläuft. Auch sie müssen ihre Kredite vermutlich zu schlechteren Konditionen verlängern. Dies schwächt den privaten Konsum, und die zwischenzeitlich deutlich gestiegenen Hypothekenzinsen stellen für den Wohnungsbausektor einen gravierenden Belastungsfaktor dar.

Milde Rezession wahrscheinlich

Alles in allem gehen wir davon aus, dass die restriktiven Impulse der Geldpolitik nun langsam ihre volle Wirkung entfalten. Wir rechnen daher weiterhin mit einer milden Rezession im späteren Verlauf der ersten Jahreshälfte 2024. Für das Jahr 2023 dürfte ein Wachstum von etwas unter 2,5 % zu Buche schlagen. 2024 sollte sich die Wachstumsdynamik auf 0,8 - 1,3 % abschwächen. Bei der Interpretation der Daten für 2024 sollte beachtet werden, dass sie durch einen positiven Überhangeffekt verzerrt sind und die Wachstumsdynamik überzeichnen.

Die Inflation sollte sich 2024 weiter abschwächen

Hinsichtlich der Inflation sind wir zuversichtlich, dass sich die jahresdurchschnittliche Teuerungsrate nach etwas über 4 % im Jahr 2023 auf 2,5 - 3,0 % abschwächen wird. Wir gehen dabei nicht davon aus, dass die Inflationsrate in den nächsten Monaten auf die Zielmarke der Fed von 2 % fallen oder gar wie vor der Pandemie darunter notieren wird. Auch am aktuellen Rand bleiben Aufwärtsrisiken für die Inflation durch die Geopolitik oder zu starke Lohnzuwächse bestehen.

US-Präsidentschaftswahlen rücken 2024 in den Fokus

Ein Thema könnte im Jahresverlauf 2024 für reichlich Gesprächsstoff sorgen: Die Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten 2024. Sie ist für den 5. November 2024 geplant und Teil der Wahlen in den USA, bei denen unter anderem auch das gesamte Repräsentantenhaus mit 435 Sitzen und etwa ein Drittel des Senats (34 Sitze von 100) gewählt werden. Trotz der ihm anhängenden vier strafrechtlichen Verfahren könnte der neue, alte Präsident Donald Trump heißen. Angesichts seines bekanntermaßen „erratischen“ Verhaltens könnten die Sorgen zunehmen, dass gleich mehrere geopolitische Konflikte eskalieren.

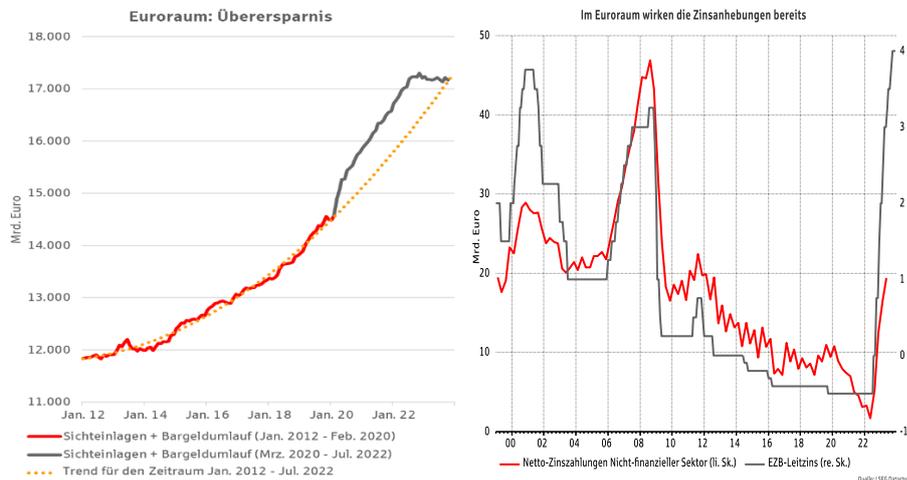
Die restriktive Geldpolitik hinterlässt im Euroraum ihre Spuren

Im **Euroraum** ist die Wirkung der restriktiven Geldpolitik schon deutlich weiter vorangeschritten als in den USA. Dies liegt zum einen daran, dass die Übererparnis schneller abgebaut wurde als in den USA und schon längere Zeit nicht mehr trägt. Zudem sind die Cash-Bestände der Euroland-Unternehmen im Durchschnitt signifikant niedriger als bei ihren US-Pendants (siehe Grafik auf der nächsten Seite). In der Folge greift die restriktive Geldpolitik hierzulande schneller über die verschiedenen Kanäle als in den USA. Die Verlangsamung der Wachstumsdynamik war dabei in Deutschland deutlich stärker ausgeprägt als bspw. in Frankreich oder Spanien.

Auch 2024 sollte die Wachstumsdynamik eher verhalten ausfallen

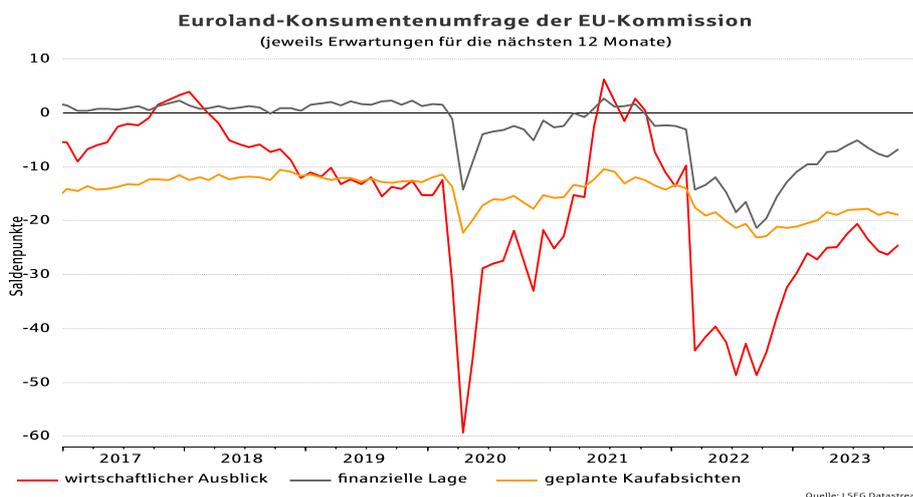
Die seit einem Jahr anhaltende Stagnation der Euroland-Wirtschaftsleistung dürfte sich in den kommenden Monaten zunächst fortsetzen. Hierfür spricht die bis zuletzt schwache Unternehmenszuversicht, allen voran im Industriesektor.

So scheinen der Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission und der Einkaufsmanagerindex zwar ihre Tiefs langsam ausgelotet zu haben, sie liegen aber beide in dem Bereich, der eine Kontraktion anzeigt. Die hohe Unsicherheit und eine bis zuletzt sinkende Kreditvergabe sprechen in der kürzeren Frist für eine anhaltende Konsumzurückhaltung der privaten Haushalte und gegen eine nennenswerte Ausweitung der Investitionen privater Unternehmen.



Die Hoffnungen für 2024 ruhen insbesondere auf dem privaten Konsum. Mit einem weiteren Rückgang der Inflation und anhaltend robust steigenden Löhnen wird vielfach angenommen, dass durch die damit einhergehende Erholung der Kaufkraft der privaten Haushalte der Konsum anzieht. Diese Argumentationskette ist grundsätzlich richtig, übersieht jedoch, dass in vielen Ländern des Euroraums die langfristigen Einkommenserwartungen deutlich nach unten revidiert wurden. Vor dem Hintergrund der deutlichen Kaufkraftverluste erstaunt dies nicht sonderlich. So sind die Preise im Euroraum seit Ende 2020 um satte 18 % gestiegen. Es dürfte vor diesem Hintergrund einige Zeit in Anspruch nehmen, bis die privaten Haushalte auf eine Erhöhung ihrer Kaufkraft reagieren. Dies kommt auch in der Konsumentenumfrage der EU-Kommission zum Ausdruck. Die Mehrheit der befragten Konsumenten erwartet, dass sich die wirtschaftliche Lage sowie die eigene finanzielle Lage in den nächsten 12 Monaten verschlechtern wird (wenn auch nicht mehr so extrem wie noch im Spätsommer 2022). Gleichzeitig gibt die Mehrzahl der Verbraucher an, dass sie den Geldbetrag, den sie für größere Käufe auszugeben plant, in nächster Zeit reduzieren wird.

Die privaten Haushalte halten sich mit größeren Ausgaben zurück



Unsere BIP-Wachstumsprognose für 2024: 0,5 - 1,0 %

Wir gehen daher davon aus, dass das Wirtschaftswachstum auch 2024 eher mau bleiben sollte. Nach einem BIP-Anstieg von rund 0,5 % im vergangenen Jahr dürften es auch 2024 nicht deutlich mehr werden. Wir erwarten ein Wachstum zwischen 0,5 und 1,0 %.

Der Druck ist in der Inflationspipeline noch immer hoch

Bezüglich der weiteren Inflationsentwicklung sind wir verhalten optimistisch. Die Euroland-Teuerungsrate hat sich zuletzt zügig in Richtung des Inflationsziels der EZB bewegt. Von in der Spitze 10,6 % (Oktober 2022) hat sich der Verbraucherpreisanstieg kontinuierlich auf 2,4 % (November 2023) nach unten bewegt. Auch die Kernrate ohne die volatilen Preise für Energie, Nahrungs- und Genussmittel schwächte sich von ihrem Höchststand im März 2023 (5,3 %) auf aktuell 4,0 % ab. Ihr Rückgang fiel damit jedoch deutlich geringer aus als bei der Gesamtrate, was unterstreicht, dass der Druck in der Inflationspipeline noch immer hoch ist, auch wenn die Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes mittlerweile den überwiegenden Teil der durch teurere Vorprodukte und höhere Energiepreise gestiegenen Kosten an die Verbraucher weitergegeben haben dürften.

Steigende Reallöhne bereiten der EZB Sorgen

Anders sieht es im arbeitsintensiven Dienstleistungsbereich aus. Der Nominallohnanstieg dürfte auch über weite Teile des Jahres 2024 weiter hoch bleiben, sodass die Reallöhne steigen sollten. Die Unternehmen dürften kaum akzeptieren, dass dieser Anstieg der Arbeitskosten zu Lasten des Gewinns geht und daher auf den Kostenanstieg mit Preiserhöhungen reagieren. Nicht ohne Grund verwies EZB-Chefin Lagarde auf der letzten Ratssitzung im Dezember 2023 auf den weiter anhaltenden hohen Inflationsdruck, ausgelöst durch kräftige Lohnzuwächse.

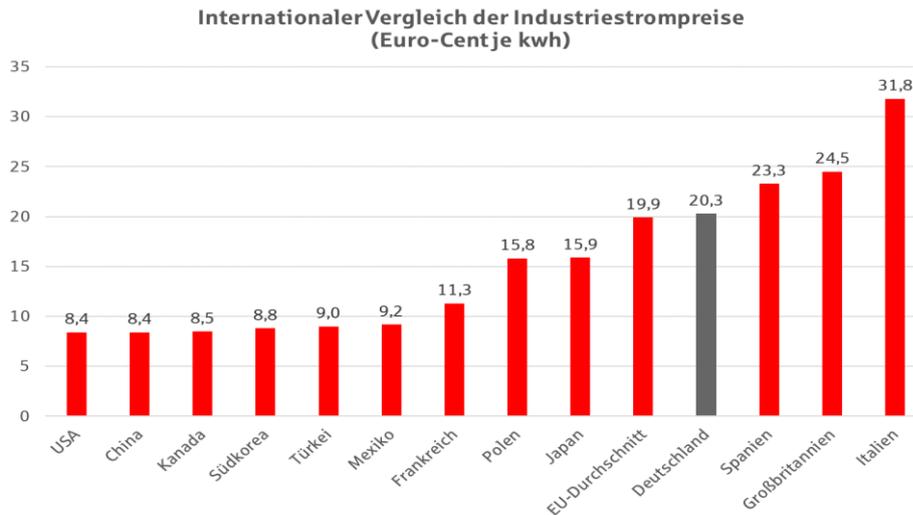
Die Inflationsrate sollte 2024 jahresdurchschnittlich bei knapp 3,0 % liegen

Alles in allem haben wir unsere Inflationsprognose für 2024 vor dem Hintergrund der zuletzt deutlich niedriger als von uns ursprünglich erwarteten Teuerungsrate leicht gesenkt. Für 2024 erwarten wir nun eine jahresdurchschnittliche Inflation von knapp 3,0 %. Zuvor lag unsere Erwartung bei 3,0 - 3,5 %. In einzelnen Monaten könnte die Inflationsrate im Jahresverlauf 2024 vor dem Hintergrund energiebedingter Basiseffekte sogar auf die EZB-Zielmarke von 2 % fallen. Wir glauben jedoch nicht, dass die Zielerreichung nachhaltig ist. Angesichts der anhaltenden Arbeitskräfteknappheit und einer damit verbundenen höheren Lohndynamik, die sich insbesondere im lohnintensiven Dienstleistungssektor in einem anhaltenden Preisdruck niederschlagen sollte, klimaschutzbedingter Maßnahmen und Bemühungen der Unternehmen um eine größere Resilienz ihrer Wertschöpfungsketten ist es entsprechend unserer Einschätzung zu früh, bei den Preisen die Rückkehr zur früheren Preisstabilität auszurufen.

Neben dem Zinsanstieg belasten die hohen Energiepreise und die De-Globalisierung die deutsche Volkswirtschaft

Ähnlich wie die Euroland-Volkswirtschaft als Ganzes leidet auch die **deutsche Volkswirtschaft** im Speziellen unter dem neuen Zinsregime. Als weitere Belastungsfaktoren kommen die hohen Energiepreise hinzu, die vor allem dem verarbeitenden Gewerbe zusetzen. Ein Vergleich der internationalen Industriestrompreise zeigt, dass die europäischen Länder ein deutlich höheres Strompreinsniveau aufweisen als die meisten Volkswirtschaften in Amerika und Asien. Sowohl die USA als auch China zeichnen sich durch sehr niedrige Strompreise für die Industrie aus. Auch Kanada, Südkorea, die Türkei und Mexiko haben deutlich niedrigere Preise als die meisten europäischen Länder einschließlich Deutschland. In Deutschland liegen die Industriestrompreise auf dem Niveau des EU-Durchschnitts. Im Vergleich mit den großen europäischen Volkswirtschaften weisen jedoch in dieser Betrachtung sowohl Polen als auch Frankreich niedrigere Strompreise auf. Besonders auffällig sind die niedrigen Strompreise

in Frankreich, die mit ca. 11 ct/kWh nur fast halb so hoch sind wie in Deutschland.



Quelle: Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e. V.

Auch wenn der Industriestrompreis in Deutschland nur im EU-Mittelfeld liegt, wollen wir nicht verschweigen, dass der hohe Preis für die deutsche Volkswirtschaft deutlich schwerer zu verdauen ist als für manch andere Euroland-Wirtschaft. Dies ist dem hohen Anteil des stromintensiven verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung und an der Gesamtbeschäftigung in Deutschland geschuldet. Diese liegen seit rund 20 Jahren nahezu konstant bei ca. 30 % bzw. etwas weniger als 25 %, was im Vergleich zu anderen etablierten Volkswirtschaften überdurchschnittlich hoch ist. Hinzu kommt ein stark ausgeprägter Industrie-Dienstleistungsverbund. Laut Berechnungen des Instituts der deutschen Wirtschaft liegt der Anteil der Verbundwertschöpfung aus der Nachfrage nach Dienstleistungen durch die Industrie zwischen knapp 9 % und ca. 12 % an der gesamten Wertschöpfung. Auch dies ist im internationalen Vergleich überdurchschnittlich hoch.

Zudem setzt der De-Globalisierungstrend der stark exportabhängigen deutschen Volkswirtschaft zu. Abgesehen davon, dass das Wachstum des Welthandels in der letzten Zeit hinter dem des globalen Bruttoinlandsproduktes zurückgeblieben ist, setzt die Umstrukturierung der Wertschöpfungsketten den deutschen Unternehmen zu. Globale Liefer- und Wertschöpfungsketten waren in den vergangenen Jahren zu hochkomplexen Systemen herangewachsen. Zielparameter waren dabei oft Effizienz und Gewinnmaximierung. Diese Optimierung hat jedoch auch ihren Preis, denn der Produktionsprozess ist sehr stör anfällig geworden. Nicht erst der Ukraine-Krieg und die Corona-Pandemie haben gezeigt, dass Disruptionen unterschiedlichster Art aufgrund der globalen Vernetzung der Lieferketten zu weltweiten Lieferausfällen führen können. Risikoüberlegungen haben daher bei der Ausgestaltung von Lieferketten und Wertschöpfungssystemen in den letzten Jahren gegenüber Effizienzgesichtspunkten an Bedeutung gewonnen. Darüber hinaus sind weitere neue Zielparameter wie Resilienz, Sicherheit, aber auch Qualität und Nachhaltigkeit in den Fokus gerückt. Die damit einhergehende Entkopplung der Volkswirtschaften kostet Wachstum.

Hierzu kommt die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse, die die Planungen für den Bundeshaushalt 2024 über den Haufen ge-

Hoher Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung und Gesamtbeschäftigung

Risikoüberlegungen haben bei der Ausgestaltung von Lieferketten und Wertschöpfungssystemen in den letzten Jahren gegenüber Effizienzgesichtspunkten an Bedeutung gewonnen

Unsere BIP-Wachstumsprognose für 2024: 0,0 - 0,5 %

worfen hat. Zwar hat es die Regierung mittlerweile geschafft, politische Einigkeit über den Haushalt 2024 zu erreichen und die ergriffenen Maßnahmen schaffen Planungssicherheit, unter konjunkturellen Aspekten wirken sie aber dämpfend. Private Haushalte und Unternehmen müssen sich auf höhere Kraftstoffpreise einstellen, das zur Entlastung vorgesehene Klimageld wird gestrichen, es kommt zu Einsparungen bei Zuschüssen für die Dekarbonisierung und eine neue Plastikabgabe wird eingeführt. Angesichts der zuvor genannten Aspekte dürfte das Wachstum in Deutschland niedriger ausfallen als im Euroland-Durchschnitt. Nach einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung um etwas weniger als 0,5 % im Jahr 2023 sollte es in diesem Jahr nur zu etwas mehr als einer schwarzen Null reichen. Wir erwarten ein Wachstum von 0,0 - 0,5 %.

Die jahresdurchschnittliche Inflationsrate sollte 2024 bei rund 3,0 % liegen

Ähnlich wie im Euroraum ist die Inflation in Deutschland auf dem Rückzug, aber für eine grundsätzliche Entwarnung ist es noch zu früh. So fielen bislang im laufenden Jahr beispielsweise die vereinbarten Tarifabschlüsse nochmals höher aus als die bereits kräftigen Ergebnisse des Jahres 2022. Der nächste Kostenschub hat damit bereits eingesetzt, sodass die Kernteuerungsrate in nächster Zeit vermutlich weiter über der Zielmarke der EZB liegen wird. Wir erwarten für 2023 eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von rund 6 %. 2024 dürfte sich diese Rate auf ca. 3 % halbieren.

2. Schwellenländer

In vielen Schwellenländern erlaubt die sinkende Inflation den Notenbanken, die Zinsen zu reduzieren

Wir haben schon oft darauf verwiesen, dass die Gruppe der Schwellenländer zu heterogen ist, als dass sie hier als Ganzes näher beurteilt werden kann. Wir können die konjunkturelle Situation dieser Ländergruppe vielleicht wie folgt zusammenfassen: Während strukturelle Probleme die Wirtschaft in China bremsen, bleibt die Expansion in vielen anderen Schwellenländern insgesamt robust. In mehr und mehr Ländern erlaubt die sinkende Inflation den Notenbanken, die Zinsen zu reduzieren. Besonders dynamisch expandiert die indische Wirtschaft, wo die in der Coronakrise erlittenen Einbußen im Entwicklungsprozess allmählich wettgemacht werden. Der nachfolgenden Tabelle sind die aktuellen Wachstums- und Inflationsprognosen des Instituts für Weltwirtschaft zu entnehmen.

	BIP-Wachstum			Inflation		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Welt	3,3	3,1	2,9	9,4	8,0	7,3
Fortgeschrittene Länder	2,6	1,6	1,3	7,5	4,7	2,6
Schwellenländer	3,9	4,8	4,2	9,8	8,2	10,5
China	3,0	5,4	4,7	2,0	0,4	1,3
Lateinamerika	3,9	2,1	1,4	16,7	21,8	31,1
Argentinien	5,0	-2,5	2,8	72,4	121,7	93,7
Indien	6,7	7,3	7,0	6,7	5,8	5,2
Ostasiatische Schwellenländer	4,6	3,3	4,0	4,8	3,5	2,6
Russland	-2,1	2,8	1,5	13,8	5,8	7,0
Afrika	3,5	3,6	3,5	14,7	17,7	16,9

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Regionen und Schwellenländern, jeweils Veränderung ggü. Vorjahr, 2023 und 2024 Prognosen des Instituts für Weltwirtschaft, für Argentinien des Internationalen Währungsfonds

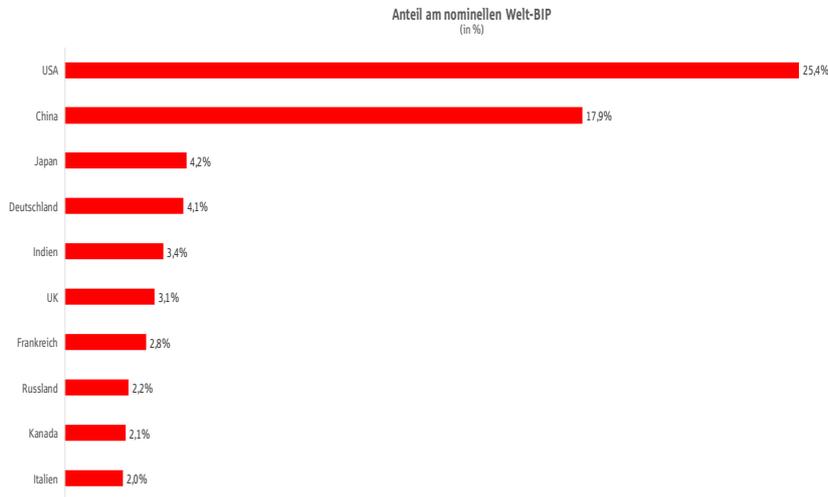
Hinweis: Die Inflationsprognosen sind für die Schwellenländer und insbesondere Lateinamerika durch die sehr hohe Inflation in Argentinien deutlich nach oben verzerrt. Unter Herausrechnung der Inflationsdaten von Argentinien wären die genannten Prognosen spürbar niedriger.

Indien im Fokus

Indien ist das Stichwort. Da wir uns im Aktienmarktteil V.4 Asien und Schwellenländer auf Indien fokussieren, möchten wir dies auch im Konjunkturteil so handhaben.

Indien nimmt gemessen am Bruttoinlandsprodukt Rang fünf der globalen Wirtschaftsmächte ein. Sein Bruttoinlandsprodukt betrug 2022 3,39 Bio. US-Dollar, was rund 3,5 % der Weltwirtschaftsleistung entspricht. Damit hat Indien sogar die einstige Kolonialmacht Großbritannien hinter sich gelassen. Hier beziffert sich das BIP im Jahr 2022 auf 3,08 Bio. US-Dollar. Die Bevölkerung Indiens wächst robust und wird nach UN-Schätzungen 2023 auf 1,428 Milliarden Menschen wachsen (rund 3 Millionen mehr Menschen als China).

Indien steigt zur fünftgrößten Volkswirtschaft der Welt auf



Quelle: Internationaler Währungsfonds

Entsprechend unserer Einschätzung bleibt die indische Wirtschaft ein zuverlässiger Wachstumsmotor für die globale Konjunktur. Getragen wird das im internationalen Vergleich herausragende Tempo von der Inlandsnachfrage. Das dritte Jahr in Folge prägt 2023 ein kräftiger Anstieg der privaten Investitionen die indische Konjunktur. Die hohe Investitionsdynamik zeigt sich nicht nur im Bereich „Maschinen und Ausrüstungen“, sondern ebenso beim Bau. Dies dürfte die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes weiter stärken. Wir sind zuversichtlich, dass das hohe Wachstumstempo des Jahres 2023 (rund 7 %) auch in diesem Jahr gehalten werden kann. Eine Schattenseite des deutlichen konjunkturellen Schwungs ist der immer noch erhöhte Auftrieb bei den Verbraucherpreisen. 2023 sollte die Inflation jahresdurchschnittlich bei knapp 6 % liegen und 2024 bei etwas über 5 %.

Indien bleibt „Turbo“ für die Weltwirtschaft

Die alles in allem vielversprechenden Zukunftsaussichten können jedoch die diversen Herausforderungen, die das volle ökonomische Potenzial Indiens beeinträchtigen, nicht verdecken. Auffällig ist vor allem der vergleichsweise geringe Beitrag der Industrie zum Wirtschaftswachstum. Viele Jahre stagnierte der Anteil der Industrie am Wachstum der Wirtschaftsleistung bei rund 15 %. Großangelegte staatliche Industrieprogramme wie z. B. „Make in India“ schafften es mehr recht als schlecht, den Anteil auf knapp 17 % hochzufahren. Im Vergleich zu vielen anderen Schwellenländern ist dies sehr gering. In China liegt der Anteil bei immerhin 33 %. Die Gründe für die schwache Entwicklung des Industriesektors liegen vor allem in der übermäßigen Bürokratie sowie Korruption und dem noch immer unzureichenden Ausbau der Infrastruktur in Indien. Die Weltbank schätzt, dass allein im urbanen Raum in den kommenden 15 Jahren Investitionen von 840 Milliarden US-Dollar erforderlich sind, um einen angemessenen Standard zu erreichen.

Industriesektor leistet im internationalen Vergleich nur geringen Beitrag zur Wirtschaftsleistung – Vor allem Bürokratie, Korruption und mangelhafte Infrastruktur bremsen

Indien hat einen ineffizienten Agrarsektor, der einen hohen Anteil an der Wirtschaftsleistung hat

Auffällig ist zudem der hohe Anteil des Agrarsektors an der Wertschöpfung. Dieser liegt in Indien bei 15 % (China: 8 %). Der Agrarsektor in Indien ist jedoch nach Einschätzung vieler Experten ineffizient und beschäftigt 45 % der Arbeitskräfte des Landes. In diesem Kontext ist der fast schon chronische Mangel an Arbeitsplätzen hervorzuheben. Zwar hat Indien im Vergleich zu China dank des kräftigen Bevölkerungswachstums und der im Durchschnitt jungen Bevölkerung eine demografische „Dividende“, aber ein hoher Anteil der Bevölkerung lebt in bitterer Armut. Die offizielle Arbeitslosenquote liegt zwar bei nur 7 %, der Wert ist aber nicht wirklich aussagekräftig: Kaum jemand kann sich leisten, arbeitslos zu sein. Ein erheblicher Teil der ländlichen Arbeitskräfte ist in Tätigkeiten mit geringer Produktivität und niedrigem Einkommen beschäftigt. Zudem ist die Erwerbsquote von Frauen mit 29 % vergleichsweise gering. Um die demografische Dividende zu nutzen, muss Indien die Reformbemühungen weiter vorantreiben, damit der Wachstums- und Jobmotor am Laufen bleibt.

Dienstleistungssektor dominiert das Wirtschaftsgeschehen

Der Dienstleistungssektor stellt hingegen einen wesentlichen Treiber der Wirtschaft dar und macht etwa 50 % des BIP aus. Dieser Sektor zeichnet sich durch eine breite Palette von Branchen aus, in denen Privatpersonen, Unternehmen und die Regierung verschiedene Dienstleistungen anbieten. Angesichts steigender Automatisierung stellt sich die Frage, inwiefern dieser Sektor auch zukünftig das Wachstum Indiens antreiben kann.

Nur zurückhaltende und schrittweise Annäherung an den Welthandel

Im Laufe der letzten Jahrzehnte hat Indien im Vergleich zu China eine zurückhaltende und eher schrittweise Annäherung an den Welthandel verfolgt. Trotz anfänglicher Erwartungen, dass Premierminister Modi die weltwirtschaftliche Integration Indiens beschleunigen würde, zeigte sich eine eher zögerliche Entwicklung. Im Jahr 2017 kündigte Indien bestehende Investitionsabkommen, um diese neu zu verhandeln, zog jedoch später seine Zölle wieder an und schloss bis 2021 keine neuen Freihandelsabkommen ab. Die Entscheidung, sich 2019 aus dem „Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP)“-Abkommen zurückzuziehen, war auf die Befürchtung eines steigenden Handelsdefizits mit China zurückzuführen. Trotzdem unterscheidet sich Modis Betonung der wirtschaftlichen Eigenständigkeit in einigen Aspekten von der Importsubstitutionspolitik der 1950/1960er Jahre. Er setzt auf die Privatisierung unrentabler Staatsbetriebe, unterstützt den Aufbau nationaler Champions und fördert den Export in der Rüstungsindustrie, um außenpolitisch Einfluss zu gewinnen.

Indiens Pragmatismus in außenwirtschaftlichen Fragen weckt Hoffnungen

Trotz Bedenken gibt es Hoffnung auf Indiens Pragmatismus in außenwirtschaftlichen Angelegenheiten. Obwohl der Außenhandel im Vergleich zum Wachstum zurückgeblieben ist, verzeichnet Indien weiterhin ausländische (Netto-)Direktinvestitionen. Eine mögliche Erklärung könnte die regionale Diversifizierung in Asien sein. Im Jahr 2022 hat Indien zudem neue Freihandelsabkommen, unter anderem mit den Vereinigten Arabischen Emiraten, abgeschlossen und verhandelt über weitere Abkommen mit Ländern wie Australien, Großbritannien und der EU.

Noch ist Indien keine Alternative zu China, mittelfristig bleibt das Land aber ein zentraler Standort für die Diversifizierung internationaler Wirtschaftsbeziehungen

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das vermeintlich makellose Wirtschaftsplakat Indiens bei genauerer Betrachtung einige Unschärfen aufweist. Um den angestrebten Wachstumspfad zu einem Land mit mittleren Einkommen zu erreichen, muss die indische Regierung strukturelle Herausforderungen überwinden. Eine robuste Industrie, Reformen, Modernisierung und die Bewältigung des Gefälles zwischen urbanem und ländlichem Raum sind entscheidend. Wenn diese Herausforderungen bewältigt werden und Anreizsysteme greifen, könnte Indien nicht nur für sich selbst, sondern auch für die Welt er-

heblichen Wohlstand schaffen. Allerdings wird dies, selbst unter optimalen Bedingungen, noch Jahre dauern, um einen vergleichbaren Einfluss auf die Weltwirtschaft wie beispielsweise China zu haben. Mittelfristig bleibt Indien aber ein zentraler Standort für die Diversifizierung internationaler Wirtschaftsbeziehungen (auch für Deutschland und Europa). Insofern ist Indien für Deutschland und Europa mit Blick auf China ein unverzichtbarer, mit Blick auf seine innen- und außenpolitische Orientierung zugleich aber auch ein ambivalenter Partner.

III. Zinsen

1. Geldmärkte

EZB und US-Notenbank scheinen gerade erst den Zinsgipfel erreicht zu haben, und schon wird heftig über Zinssenkungen spekuliert. Mittlerweile erwarten über 70 % der Marktteilnehmer, dass die Fed bereits im März die Leitzinsen um 25 Basispunkte senkt. Der aus den Fed-Funds-Futures-Kontrakten abgeleitete Erwartungswert für das Leitzinsniveau zur Jahresmitte 2024 liegt bei etwas mehr als 4,5 %, und zum Jahresende 2024 bei rund 3,75 %. Aktuell liegt das Zielband für die Fed Funds Rate bei 5,25 - 5,50 %. Auch wir sind der Meinung, dass die Fed den Leitzins in der ersten Jahreshälfte senken wird. Allerdings sollte der Kurswechsel später und vorsichtiger als am Future-Markt derzeit erwartet erfolgen.

Die von uns unterstellte, eher zögerliche Reaktion der Fed auf die sich abzeichnende Abschwächung der Konjunktur begründen wir vor allem mit der Sorge der Währungsverantwortlichen vor einer erneuten Beschleunigung der Inflation, wie es in den 1970er Jahren unter dem damaligen Fed-Vorsitzenden Arthur Burns geschah. US-Notenbank-Chef Powell hat mehrfach betont, dass die Fed nicht aufhören wird, bis die Arbeit erledigt ist. Er hat wiederholt darauf hingewiesen, dass das Risiko, die Geldpolitik zu wenig zu straffen, schwerer wiegt als das Risiko, zu viel zu tun. Um das für eine Zentralbank wichtigste Gut, nämlich die Glaubwürdigkeit, zu schützen, dürfte die Fed trotz der schwächelnden Konjunktur die Zinsen erst spät und dann auch nur sehr langsam senken. Dabei wird sie ein größeres Augenmerk auf die Finanzstabilität richten und bei der Reduktion ihrer Bilanz eher vorsichtig agieren.

Die Fed-Mitglieder selbst prognostizieren entsprechend des „Dot Plots“¹ bis zum Jahresende 2024 im Mittel ein Zielband für die Federal Funds Rate von 4,50 - 4,75 % (siehe die roten Punkte in der nachfolgenden Grafik, die den Median der Schätzungen veranschaulichen). Aktuell liegt das Zielband bei 5,00 - 5,25 %. Die Fed-Mitglieder erwarten also im Jahr 2024 Zinssenkungen im Gesamtumfang von 75 Basispunkten. Der mittlere Zinspfad impliziert damit Zinssenkungen um 25 Basispunkte bei jedem zweiten Treffen, wenn die Fed eine erste Absenkung im Mai oder Juni vornimmt. Wir gehen davon aus, dass die erste Leitzinssenkung um 25 Basispunkte beim Zinsentscheid im Juni 2024

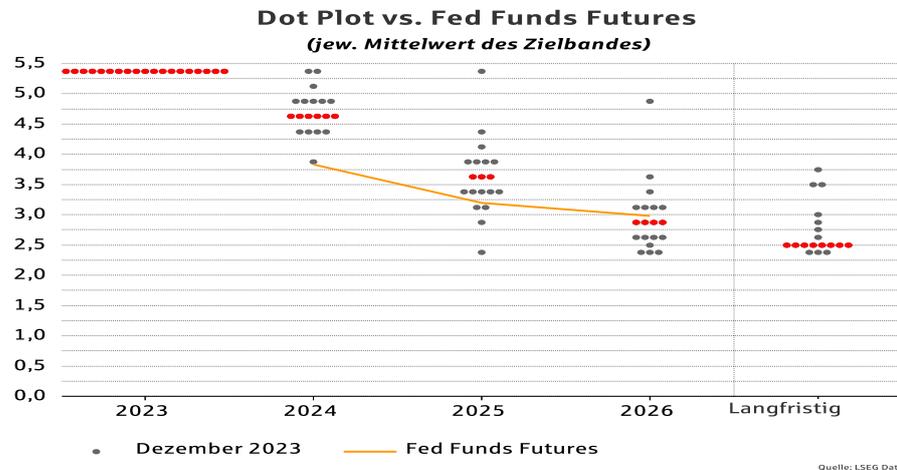
Der Leitzinsgipfel ist in den USA und im Euroraum erreicht, der am Markt eingepreiste Leitzinssenkungspfad erscheint uns jedoch zu steil

Zum Schutz ihrer Glaubwürdigkeit dürfte die Fed die Zinsen erst spät und dann auch nur sehr langsam senken

Drei Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte im Jahresverlauf 2024, beginnend im Juni

¹ Der „Dot Plot“ ist eine grafische Darstellung der individuellen Zinsprognosen der 18 Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC). Jeder Punkt in der Grafik entspricht der Projektion eines einzelnen FOMC-Mitglieds für den Leitzins zu verschiedenen Zeitpunkten, unter anderem für das laufende Jahr, das kommende Jahr sowie auf längere Sicht. Das Punktdiagramm gibt somit Einblick in die Überlegungen des Offenmarktausschusses zum künftigen geldpolitischen Kurs. Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass der Dot Plot weder eine offizielle geldpolitische Aussage ist noch einen bestimmten Zinspfad festlegt.

erfolgen wird. Anschließend erwarten wir quartalsweise Senkungen um 25 Basispunkte. Dieser Ausblick unterscheidet sich nicht wesentlich von dem der FOMC-Mitglieder. Auch wir sehen das Leitzinsniveau zum Jahresende bei 4,50 - 4,75 %.



Wir erwarten Zinssenkungen der EZB im Ausmaß von insgesamt nur 25 bis 50 Basispunkten bis zum Jahresende 2024

Auch im Euroraum wird verstärkt darauf spekuliert, dass die **EZB** frühzeitig mit kräftigen Zinssenkungen auf die Schwäche der Euroland-Wirtschaft reagiert. Wir teilen diese Euphorie nicht. Im Vergleich zu den Markterwartungen sind wir vorsichtiger. Der Markt erwartet Zinssenkungen von insgesamt 150 Basispunkten im Jahresverlauf 2024 (6 Zinsschritte zu je 25 Basispunkten, beginnend im März). Wir gehen nur von Zinssenkungen im Umfang von 25 bis 50 Basispunkten aus, die erst in der zweiten Jahreshälfte 2024 vollzogen werden. Zur Jahresmitte sehen wir den Einlagesatz damit bei unveränderten 4,00 % und zum Jahresende bei 3,50 - 3,75 %.

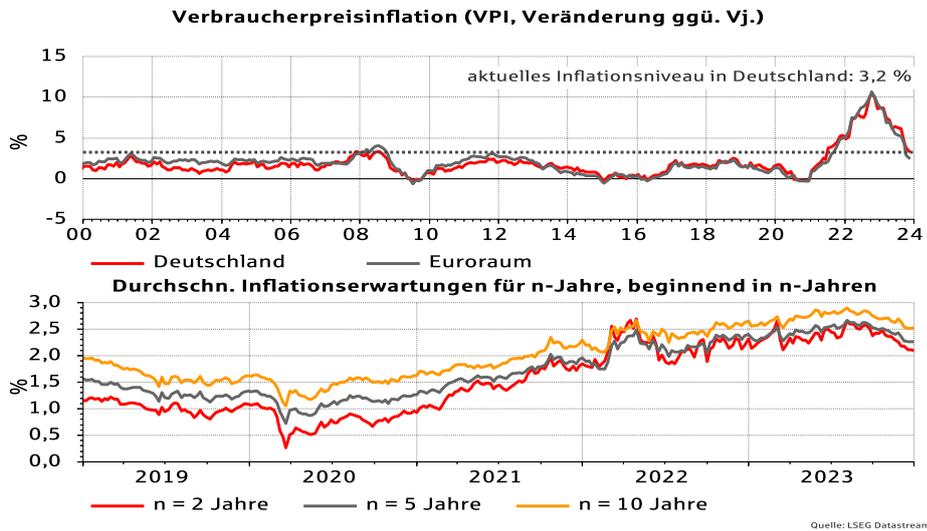
Mittelfristig dürfte die Inflation eher bei 2,5 % liegen als bei 2 %

Der Hauptgrund für unsere Zurückhaltung liegt in unserer Einschätzung, dass sich die bisherige Dynamik des Inflationsrückgangs nicht fortsetzen wird. Gerade mit Blick auf den nach wie vor bestehenden, unterliegenden Inflationsdruck, der in der mittleren Frist wieder deutlicher zum Vorschein kommen sollte, ist der Spielraum für Zinssenkungen eher begrenzt. So dürften die dämpfenden Effekte der Energiepreiserückgänge bald auslaufen. Hinzu kommt, dass in einigen Euroländern die temporären Maßnahmen zur Abfederung der Folgen hoher Gas- und Strompreise sukzessive auslaufen. Auch der Haushaltskompromiss in Deutschland wirkt inflationsverstärkend. Hinzu kommen die sich abzeichnenden und bereits vollzogenen Lohnerhöhungen. Die Arbeitskosten sind einer der Haupttreiber der Kerninflation. Vor diesem Hintergrund dürfte die EZB die geldpolitische Wende nur sehr zögerlich einleiten.

Spielraum für Zinssenkungen eher begrenzt

Diese Einstellung korrespondiert auch mit den Äußerungen von EZB-Chefin Lagarde nach der letzten Ratssitzung im Dezember 2023. Sie stellte sich den Markterwartungen offensiv entgegen und betonte, dass es klar sei, dass zwischen Zinserhöhung und -senkung „ein ganzes Plateau“ liege, auf dem das Halten des geldpolitischen Niveaus angesagt sei. So blieb auch das Wording unverändert: Die Zinsen würden so lange im restriktiven Bereich bleiben, bis das Inflationsziel von zwei Prozent erreicht ist. Hier sieht die EZB offenbar noch größere Gefahren als die Fed. „Wir sollten unsere Wachsamkeit auf keinen Fall verringern“, sagte die EZB-Präsidentin auf der Pressekonferenz. Sie dürfte dabei auch die neuen Stabsprognosen zur Inflation im Blick gehabt haben. Die EZB korrigierte ihre Inflationserwartung für 2023 um 0,2 Prozentpunkte auf 5,4 % und für 2024 sogar um 0,5 Prozentpunkte nach unten auf 2,7 %. Damit liegt das Inflationsniveau aber noch immer deutlich über der Zielmarke von 2 %. Erst

2026 sieht sie die Inflation bei 1,9 % und somit in der Nähe des Zielniveaus. Wir sind hier skeptischer. Die Inflation sollte sich auf mittlere Sicht eher bei 2,5 % als bei 2 % einpendeln. Dies spiegeln auch die am Markt gehandelten Inflationserwartungen für die mittlere Frist wider. Die viel beachteten 5-Jahres/5-Jahres-Inflationserwartungen (ein Maß für die Markterwartungen für die durchschnittliche Inflationsrate in fünf Jahren für die nächsten fünf Jahre) sind zwar zuletzt zurückgekommen, liegen mit fast 2,4 % aber noch immer über der Zielmarke der EZB.



2. Rentenmärkte

Das Rentenmarktjahr 2023 war von einer hohen Nervosität gekennzeichnet und stand ganz im Zeichen der Anpassung an die veränderte Zinswelt. Die Renditen 10-jähriger US-Treasuries schwankten im Jahresverlauf 2023 zwischen ihrem Jahrestief von 3,30 % und ihrem Jahreshoch von 4,98 %. Die Effektivverzinsung 10-jähriger Bundesanleihen zeigte eine etwas geringere Schwankungsbreite zwischen 1,87 % und 2,94 %. Die Rentenmärkte sind auf der Richtungsuche nach einem neuen Gleichgewicht und wägen zwischen Inflations- und Wachstumsrisiken ab. Per saldo legten deutsche Bundesanleihen 2023 entsprechend des Deutschen Rentenindex rund 3,5 % (Total Return) zu, nachdem sie 2022 fast 13 % verloren hatten.

Rentenmärkte sind auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht

Grundsätzlich spricht die konjunkturelle Gemengelage in Form eines schwachen Wachstums bei generell nachlassendem Preisdruck und Leitzinssenkungen für sinkende Renditen im Jahresverlauf 2024. Die Märkte haben von diesem Umfeld jedoch bereits viel antizipiert. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen liegt mit aktuell 2,00 % (31.12.2023) rund 60 Basispunkte unter ihrem Startniveau 2023 von 2,56 % und fast 100 Basispunkte unter dem Höchststand Mitte Oktober 2023. Der von uns prognostizierte Leitzinsrückgang um 25 bis 50 Basispunkte und sich u. U. weiter anschließende Zinssenkungen 2025 sind damit bereits eingepreist. Auch in den USA sind die Renditen 10-jähriger Staatspapiere von ihrem Jahreshoch 2023 ca. 100 Basispunkte zurückgekommen. Das weitere Abwärtspotenzial ist daher begrenzt.

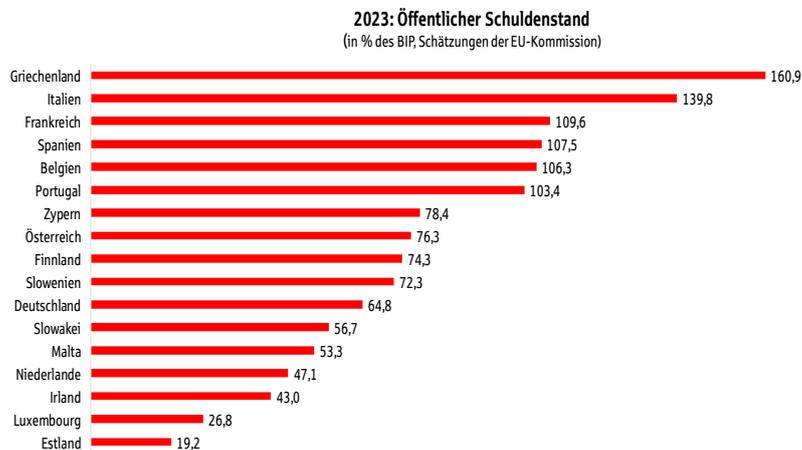
Das Abwärtspotenzial der Renditen ist 2024 eher begrenzt

10-jährige deutsche Bundesanleihen sollten zum Jahresende zwischen 1,80 und 2,30 % rentieren

Angesichts einer hohen Unsicherheit, wie zäh der Kampf gegen die hohe Inflation auf den letzten Metern wird, bestehen sogar Risiken, dass es zu Rückschlägen kommt. Hinzu kommt, dass aktuell einige Faktoren gerade bei längeren Laufzeiten renditestützend wirken. Zu nennen sind hier vor allem die anhaltend hohen Anleiheemissionen zur Finanzierung der umfangreichen Haushaltsdefizite sowohl in den USA aber auch in vielen Euroländern bei fortgesetztem Abbau der Zentralbankbilanzen (Quantitative Tightening). So hat bspw. die EZB auf ihrer letzten Sitzung im Dezember 2023 angekündigt, die Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) zu drosseln. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 2024 soll die Wiederanlage fällig werdender Wertpapiere um monatlich 7,5 Milliarden Euro reduziert und Ende 2024 vollständig eingestellt werden. Wir sehen das Renditeniveau 10-jähriger deutscher Bundesanleihen zur Jahresmitte 2024 bei 2,00 - 2,50 % und zum Jahresende 2024 bei 1,80 - 2,30 %. Die 10-jährigen US-Pendants sollten bei 4,00 - 4,50 % bzw. 3,75 - 4,25 % rentieren.

Die hohe Verschuldung bei höheren Zinsniveaus und demografisch bedingt steigende Ausgabenverpflichtungen sind für die Märkte ein nur schwer verdaubarer Cocktail

Daneben steht zu befürchten, dass nicht zuletzt aufgrund des wieder höheren Zinsniveaus die staatliche Defizitproblematik immer wieder auf die Agenda rückt. Die globalen Verschuldungsquoten befinden sich auf einem historisch hohen Niveau und legen in der Tendenz weiter zu. Die weltweite Verschuldung liegt – unter Ausklammerung des Finanzsektors – bei über 250 % der Weltwirtschaftsleistung, die der Staaten bei fast 100 %. Auch wenn sich unter ökonomischen Aspekten kaum ein „vernünftiges“ Maß für das Verhältnis von Verschuldung und Wirtschaftsleistung ableiten lässt, legen die Daten die Vermutung nahe, dass die Regierungen teilweise über ihre Verhältnisse leben. Die Konstellation aus hoher Verschuldung bei vermutlich nachhaltig höheren Zinsniveaus und den demografisch bedingt steigenden Ausgabenverpflichtungen der Staaten ist für die Kapitalmärkte ein nur schwer verdaubarer Cocktail.



Italiens Schulden bleiben im Fokus

Besonders im Rampenlicht steht unter diesem Aspekt Italien. Einmal mehr hat die italienische Regierung die Konsolidierung des Staatshaushaltes auf die lange Bank geschoben. Mit einem Schuldenstand von rund 140 % nimmt Italien den unrühmlichen zweiten Platz hinter Griechenland innerhalb des Euroraums ein, was die Schuldenhöhe betrifft. Italien ist angesichts der hohen Verschuldung mehr denn je auf die Kapitalmärkte angewiesen, zumal die EZB den Abbau der Anleihebestände 2024 vorantreiben möchte. Italien hat zwar die Niedrigzinsphase genutzt und sich langfristig zu niedrigen Kosten refinanziert. Die aktuell höheren Zinsen werden sich allerdings mittel- bis langfristig in den Refinanzierungskosten niederschlagen. Bis Ende 2024 müssen Staatsanleihen in Höhe von knapp 450 Mrd. Euro (knapp 20 % des Bestands) refinanziert werden.

Damit besteht ein latenter Aufwärtsdruck auf die Risikoaufschläge italienischer Anleihen. Dies gilt vor allem für den Fall, dass die Ratingagenturen die Bonität Italiens herabstufen, was durchaus im Bereich des Möglichen liegt, genauso wie ein Ausstrahlen einer Ausweitung der Risikoaufschläge auf andere hochverschuldete Euroländer.

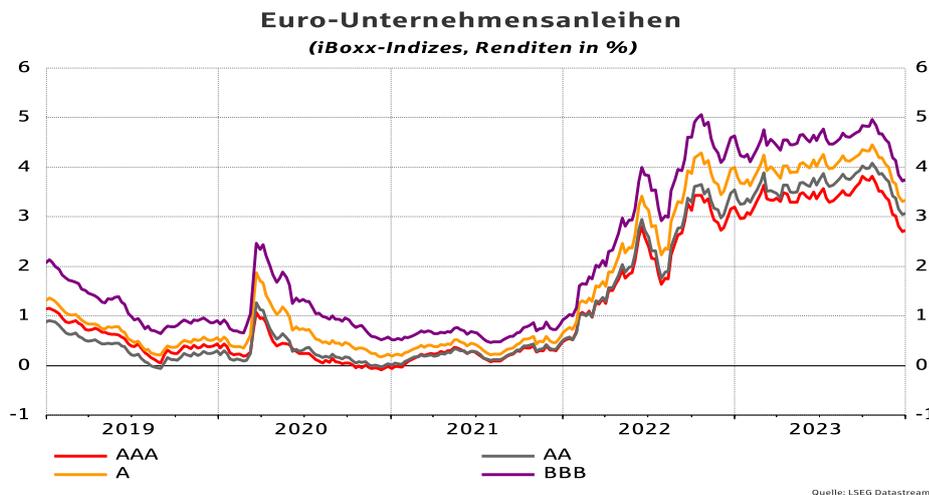
Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass es zu einem Ausbruch einer neuen Schuldenkrise kommt, dürften die Rentenmärkte generell sensibler als in der Vergangenheit auf die Fiskalpläne der Staaten reagieren. Aufkommende Zweifel an der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen sollten die Risikoaufschläge der betroffenen Staatsanleihen steigen lassen.

Eine neue Finanzkrise ist jedoch nicht zu erwarten

3. Unternehmensanleihen

Werfen wir noch einen Blick auf Euro-Unternehmensanleihen. Die veränderte Zinswelt hat auch hier ihren Niederschlag gefunden. Wurde noch zur Jahreswende 2020/21 über Null- und Negativrenditen in diesem Segment geklagt, vollzog sich seit Mitte 2021 eine rasante Kehrtwende, und über weite Teile des Jahres 2023 konnte mit Euro-Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich eine Rendite von rund 4 % eingekauft werden. Wie bei den Staatspapieren ging es dann seit Mitte Oktober 2023 abwärts mit den Renditen, wobei der Abwärtstrend bei den Unternehmensanleihen stärker ausgeprägt war als bei den Staatsanleihen, sodass sich die Risikoaufschläge eingeeengt haben.

Neue Zinswelt wird auch bei Euro-Unternehmensanleihen sichtbar



Das weitere Einengungspotenzial halten wir eher für gering. Ungeachtet dessen erachten wir die Beimischung von Unternehmensanleihen in einem gut diversifizierten Portfolio unverändert für sinnvoll. Angesichts der in der Breite unter fundamentalen Aspekten passablen Aufstellung der Unternehmen sollten sich die Risikoaufschläge 2024 im Jahresdurchschnitt auf einem stabilen Niveau bewegen. Dagegen spricht auch nicht der sich abzeichnende Anstieg der Ausfallraten. Erstens dürften die Ausfallraten nur leicht über den historischen Durchschnittswert klettern. Zweitens konnte das Gros der Unternehmen in der Niedrigzinsphase zu guten Konditionen hohe Kapitalpuffer einkaufen, sodass bei einer ausgewogenen Finanzierungsstruktur der Anstieg des Zinsniveaus bei der deutlichen Mehrzahl der Unternehmen verkraftbar sein sollte. Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich bieten daher entsprechend unserer Einschätzung bei einem überschaubaren Risiko eine vergleichsweise attraktive Effektivverzinsung.

Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich bieten bei einem überschaubaren Risiko eine vergleichsweise attraktive Effektivverzinsung

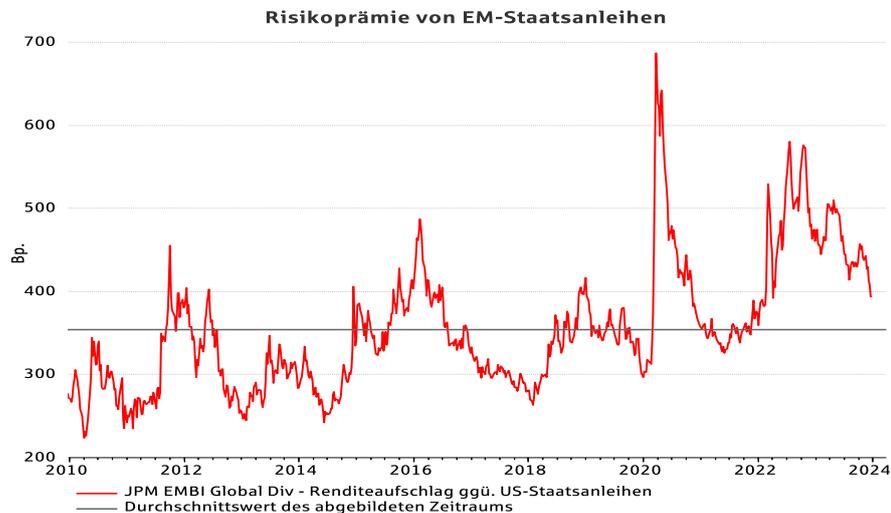
4. Schwellenländer

Ordentlicher Wertzuwachs im abgelaufenen Kalenderjahr

Eine verzinsliche Anlage in den Schwellenländern hat sich im zurückliegenden Jahr ausgezahlt. Auf Basis der von J. P. Morgan berechneten Referenzindizes wurde mit Emerging Markets-Staatsanleihen, sowohl in Hart- als auch in lokaler Währung begeben, eine prozentual zweistellige Rendite erzielt. Währungseffekte beeinträchtigten die Wertentwicklung etwas. Für den hiesigen, in Euro rechnenden Anleger verblieb aber ein Plus im hohen einstelligen Prozentbereich.

Hohe Zinskupons bieten Puffer für Kursschwankungen

Mit Blick auf das neue Kalenderjahr bleiben wir zuversichtlich. Unverändert ist es so, dass das Gros der Schwellenländer überdurchschnittliche Zinskupons aufweist – und das trotz des deutlichen Zinsanstiegs in den meisten Industrieländern. Damit besteht zunächst ein gewisser Puffer für mögliche Kursverluste. Letztgenannte erwarten wir für dieses Jahr jedoch nicht. Im Gegenteil: Vielerorts sind deutliche Erfolge beim Kampf gegen zu hohe Teuerungsraten ersichtlich. In Lateinamerika haben erste Zentralbanken bereits damit begonnen, einen Zinssenkungszyklus einzuleiten. So wurden in Brasilien, Chile und Peru jüngst schon Leitzinssenkungen vollzogen. Weitere Notenbanken dürften im Jahresverlauf folgen, teilweise bereiten sie solche Schritte bereits verbal vor. Die Zinswende läuft damit in den Schwellenländern früher an als in den Industrieländern. Dies hat u. E. zweierlei Gründe: Zum einen hatten einige Emerging Market-Währungshüter den Zinsanhebungszyklus früher begonnen als Fed und EZB, sodass sie den Hebel nun auch früher umlegen können. Zum anderen hatten einige Notenbanken noch aggressiver agiert als Fed & Co. und die Zinsen schnell stärker angehoben als ihre Pendanten aus den Industrieländern.



Quelle: LSEG Datastream

Zinssenkungen ante portas

Angesichts der Erwartung mehrheitlich sinkender Leitzinsen und tendenziell rückläufiger Kapitalmarktrenditen bestehen somit gute Chancen, dass sich im Jahr 2024 zu den vergleichsweise hohen Kupons noch Kursgewinne hinzugesellen. Risikolos ist eine Anlage in dieser Rentenmarktgattung dennoch nicht. Denkbar ist beispielsweise, dass es zu einem derzeit nicht absehbaren, deutlichen Energiepreisanstieg kommt, der die Erfolge bei der Inflationsbekämpfung unterminiert. Man müsste in einem solchen Szenario davon ausgehen, dass weitere Zinssenkungen von der Agenda genommen werden und Kursgewinne dementsprechend ausbleiben oder gar Kursverluste auflaufen. Zudem ist denkbar, dass ein Ölpreisanstieg das Ergebnis weiterer geopolitischer Eskalationen darstellt. In einem solchen Fall, der sich jedoch jedweder Prognose entzieht,

wäre zu befürchten, dass auch die Risikoprämien für Emerging Markets-Papiere wieder anziehen (siehe voranstehende Grafik). Auch dies wäre ein denkbarer renditebeeinträchtigender Faktor. Es sei betont, dass die beschriebenen Szenarien nicht unserer Erwartungshaltung entsprechen. Denkbar sind sie dennoch.

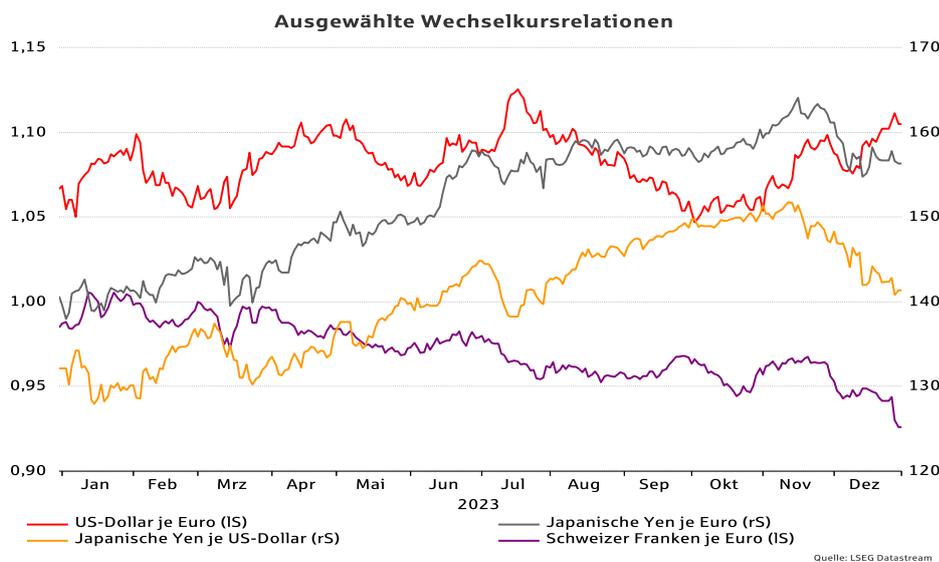
Legen wir wieder unser volkswirtschaftliches Basisszenario zugrunde, so sind wir mit Blick auf die Risikoprämien aber durchaus zuversichtlich gestimmt. Sie haben sich im letzten Jahr zwar ermäßigt, bewegen sich aber immer noch auf erhöhtem Niveau und bieten damit Spielraum für eine weitere (der Rendite förderliche) Einengung.

Fazit: Unter Abwägung von Chancen und Risiken kommen wir zu dem Schluss, dass eine Beimischung von Emerging Market-Zinspapieren auch für das Jahr 2024 ratsam ist. Abseits der oben beschriebenen Wirkfaktoren ist es für uns bedeutsam, dass eine Beimischung die Portfoliodiversifizierung verbessert und sich höhere risikobereinigte Renditen erzielen lassen. Angesichts der Heterogenität der Anlageklasse empfehlen wir unverändert eine aktiv gemanagte Produktlösung.

Spielraum für Einengung der Risikoaufschläge vorhanden

Beimischung weiterhin ratsam

IV. Währungen



Der **EUR-USD**-Kurs hat sich im vergangenen Jahr im Takt der Geldpolitik bewegt. Per saldo konnte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Greenback 2023 ca. 3 % zulegen und notierte zum Ende des vergangenen Jahres bei rund 1,10 US-Dollar je Euro. Wie in unserem Zinsteil ausgeführt, gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsschraube schneller sowie kräftiger löst als die EZB. Dies dürfte dem Euro alles in allem Unterstützung liefern. Allerdings haben die Märkte von diesem Szenario bereits den Großteil eingepreist, sodass das weitere Aufwertungspotenzial der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar eher gering ist. Mit Blick auf unser Konjunkturszenario, in dem wir davon ausgehen, dass die US-Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte eine Konjunkturdelle/milde Rezession durchläuft, die globale Rezessionsorgen wecken könnte, wollen wir nicht ausschließen, dass die Risikoaversion an den Märkten in den ersten Monaten des neuen Jahres wieder etwas höher ist. In der Regel profitiert der US-Dollar von einer solchen Gemengelage, sodass sich die EUR-

Nur mäßiges Aufwertungspotenzial des Euro im Jahresverlauf 2024

USD-Dollar-Relation in der kurzen Frist temporär wieder der Unterstützungsmarke von 1,05 Euro je US-Dollar annähern könnte. Im weiteren Jahresverlauf 2024 sollte der sich einengende transatlantische Zins-Spread jedoch positiv auf den Euro ausstrahlen. Wir sehen die EUR-USD-Relation zur Jahresmitte 2024 bei 1,07 - 1,12 und zum Jahresende 2024 bei 1,10 - 1,15 US-Dollar je Euro.

US-Doppeldefizit stellt strukturelle Schwäche des US-Dollar dar

Für eine moderate Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar sprechen auch strukturelle Faktoren. So weisen die USA im Vergleich zum Euroraum ein deutlich höheres Haushaltsdefizit aus, und die Anstrengungen, dieses abzubauen, sind jenseits des Atlantiks noch geringer ausgeprägt als diesseits des Ozeans. Hinzu kommt der hartnäckige Fehlbetrag in der US-Leistungsbilanz, während der Euroraum nach dem energiepreisbedingten Einbruch zu einem signifikanten Leistungsbilanzüberschuss zurückgekehrt ist. In der Vergangenheit gingen solche US-Zwillingsdefizite zumeist – früher oder später – mit einem schwächeren US-Dollar einher. Nicht unerwähnt bleiben soll in diesem Kontext die Überbewertung des Greenback unter Kaufkraftparitätsgesichtspunkten. Danach markiert die US-amerikanische Währung zwar keine Rekordwerte mehr, ist aber immer noch recht teuer.

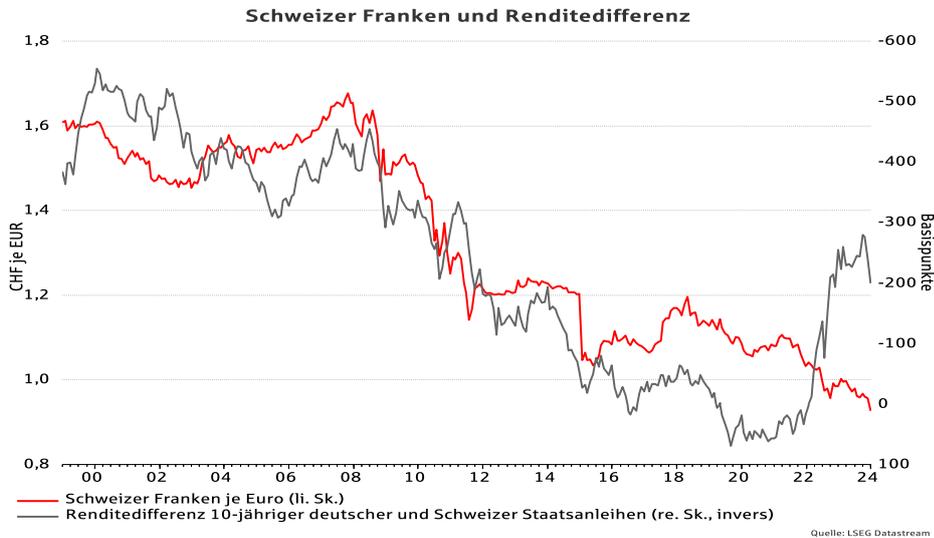
Nur leichte Aufwertung des Yen im Jahresverlauf 2024

EUR-JPY: Zu der von uns zur Jahresmitte 2023 erwarteten Aufwertung der japanischen Währung ist es im Verlauf des vergangenen Jahres nicht gekommen. Dies ist vor allem der Zurückhaltung der Bank of Japan (BoJ) geschuldet. Anders als die meisten Notenbanken in den Industrieländern hat die BoJ 2023 keine Aktivität zeigen wollen, die Nullzinspolitik aufzugeben. Das traditionelle Leitzinsniveau wurde nicht und die mittlerweile nur noch theoretisch relevante Zielrendite für japanische Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren nur verhalten angepasst. In der nahen Zukunft dürfte sich an der Haltung der japanischen Notenbank wenig ändern. Auf der Pressekonferenz nach der letzten Sitzung der japanischen Währungsverantwortlichen Mitte Dezember 2023 dämpfte BoJ-Chef Kazuo Ueda Spekulationen bezüglich bald bevorstehender Leitzinsanhebungen durch die Notenbank. Die in Japan zu beobachtende kollektive Deflationsangst dürfte dafür sorgen, dass die japanische Zentralbank bei der anstehenden Neuausrichtung ihrer Zinspolitik nur sehr vorsichtig agieren wird. Wir gehen nunmehr davon aus, dass die BoJ erst nach Abschluss des Überprüfungsprozesses der geldpolitischen Strategie im Sommer 2024 den traditionellen Leitzins erhöhen wird. Nur ein überraschend ausgeprägter Anstieg der Inflation könnte die Notenbank wohl bereits im ersten Quartal 2024 unter Zugzwang setzen, was wir aktuell jedoch nicht erwarten. Von der in Japan perspektivisch anstehenden Leitzinsanhebung sollte der japanische Yen im Jahresverlauf 2024 nur verhalten profitieren können, denn erstens rechnet der Markt mit Handlungen der Notenbank und zweitens wird die Bank of Japan nur sehr vorsichtig agieren. Wir sehen die EUR-JPY-Relation sowohl zur Jahresmitte als auch zum Jahresende 2024 bei 145 - 155 Yen je Euro.

Die CHF-EUR-Relation sollte sich 2024 Richtung Parität bewegen

EUR-CHF: Der Schweizer Franken war 2023 gefragt. Leitzinserhöhungen in der Schweiz bei gleichzeitig niedrigerer Inflationsrate und höherem BIP-Wachstum im Vergleich zum Euroraum dürften die wesentlichen Gründe für die Aufwertung der eidgenössischen Währung gewesen sein. Ähnlich wie die EZB hat auch die Schweizer Nationalbank den Fokus auf das Preisniveauziel gelegt. Auch sie dürfte den Leitzinserhöhungszyklus zwar beendet haben, sollte sich mit Leitzinssenkungen – wie die Euroland-Hüter – jedoch zurückhalten. Diese Ausrichtung sollte dem Schweizer Franken 2024 nicht mehr nachhaltig helfen. Erstens ist der Schweizer Franken gemessen an der Kaufkraftparität teuer und zweitens sollte sich der Renditenachteil des Franken auch 2024 in der Nähe langjähriger

Höchststände bewegen. Wir erwarten, dass die Schweizer Währung im Jahresverlauf 2024 nachgeben wird und sich der Euro-Franken-Kurs in Richtung Parität bewegen wird.

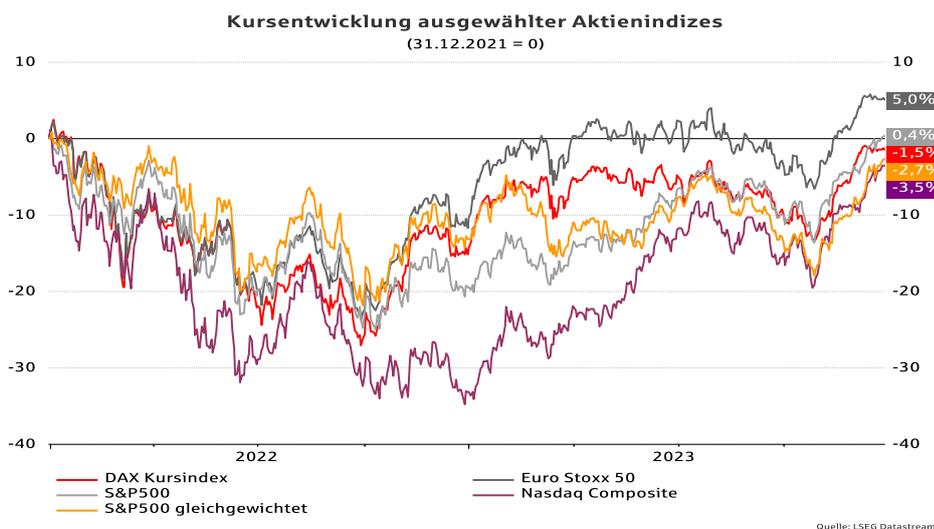


V. Aktienmärkte

1. USA

Die globalen Aktienmärkte haben ein sehr positives Jahr hinter sich. Vor allem der Schlussspurt nach dem Überwinden des Sommerblues war sehr beeindruckend. Vielfach dürften die Märkte in den letzten zwei Monaten des Jahres 2023 bereits das ausgelotet haben, was ihnen die Prognostiker eigentlich erst für 2024 zugesprochen hatten. Es stellt sich die Frage, wie viel Luft noch nach oben bleibt, nachdem der S&P500 als ein Stellvertreter für die westlichen Aktienmärkte im Jahr 2023 mehr als 20 % zugelegt hat.

Starkes Jahr 2023



Doch die Zahlen für das Jahr 2023 allein geben die Gesamtlage nur unvollständig wieder. Betrachtet man das Bild auf Sicht von zwei Jahren, stellt man fest, dass sich die Märkte in Summe kaum von der Stelle bewegt haben. Im Prinzip war das solide Aktienjahr 2023 ein Aufholen der Verluste aus dem Vorjahr.

Auf Sicht von zwei Jahren Nullsummenspiel

Selbst die vielfach und zurecht kritisierte Marktbreite in den USA – also der Umstand, dass der Großteil der Kursgewinne auf die sog. „glorreichen Sieben“ zurückgeht, lässt sich in der Zwei-Jahres-Betrachtung weniger erkennen. So liegen – anders als im Jahr 2023 – der marktgewichtete S&P500 und der gleichgewichtete S&P500 mehr oder weniger gleichauf.

Hohe und zum Teil widersprüchliche Erwartungen

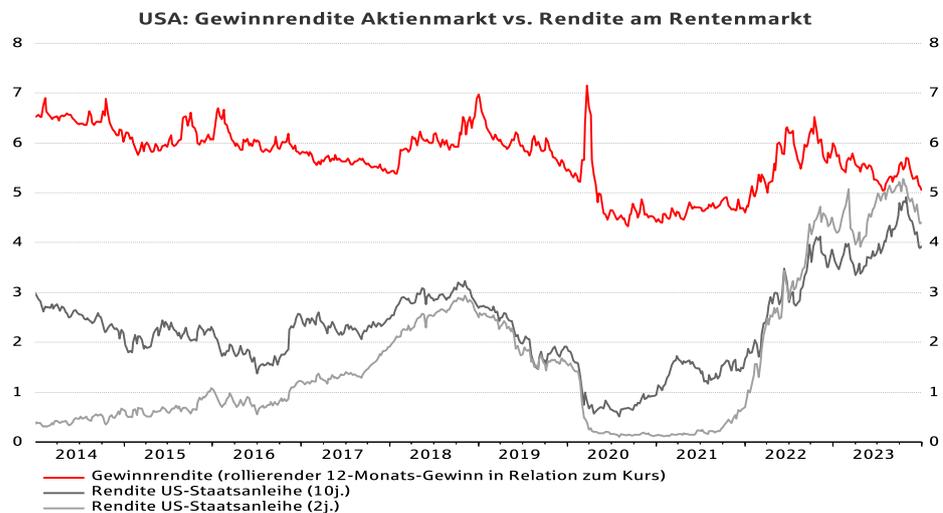
Ungeachtet dessen ist die derzeitige Ausgangslage in vielerlei Hinsicht von hohen Erwartungen geprägt, denen ein Realitätscheck im Verlauf des Jahres bevorsteht. Hinzu kommt, dass diese hohen Erwartungen nur teilweise kompatibel sind. So erhofft sich der Markt, dass die US-Notenbank Fed wegen der zurückgehenden Inflation und um der sich abzeichnenden Wirtschaftsschwäche zu begegnen die Zinsen senkt. Gleichzeitig sollen gem. Analystenschätzungen die Unternehmensgewinne im Jahr 2024 um rund 10 % steigen. Historisch ließen sich jedoch bei einem Wachstum der US-Wirtschaft von gut 2 % oder weniger keine nennenswerten Gewinnfortschritte beobachten.

Voraussetzungen sprechen gegen starkes Umsatzwachstum und Margenausdehnung

Wie wir zuletzt in unserer Halbzeitbilanz 2023 dargestellt haben, sind Umsätze nominale Größen. Eine rückläufige Inflation bedeutet daher auch c. p. nachlassendes Umsatzwachstum der Unternehmen. Es kommt hinzu, dass das im Anschluss an Corona vielfach von Knappheiten geprägte Umfeld es den Unternehmen ermöglicht hat, ihrerseits höhere Preise an die Abnehmer weiterzureichen. Ein Umstand, der die Entwicklung der Gewinnmargen begünstigt hat, welche sich im historischen Kontext auf hohem Niveau befinden. Knappheiten und Inflation befinden sich auf dem Weg der Normalisierung, was die Preissetzungsmacht beeinträchtigt und einer nennenswerten Margenausweitung im Weg steht. Dazu passt (in Analogie zu den Gewinnfortschritten), dass eine BIP-Wachstumsrate von gut 2 % oder weniger in der Vergangenheit i. d. R. mit sinkenden Gewinnmargen einherging.

Die Alternativlosigkeit von Aktien ist passé und das Renditeplus deckt die höheren Risiken nur zum Teil ab

Der eher verhaltene Gewinnausblick bei bereits gedehnter Bewertung lässt den Aktienmarkt nur begrenzt attraktiv erscheinen. Umso mehr, als dass mit der Zinswende der letzten beiden Jahre die Alternativlosigkeit von Aktien passé ist und man am Rentenmarkt wieder auskömmliche Renditen erzielen kann. Der Renditeunterschied zwischen dem Aktien- und dem Rentenmarkt ist in den letzten beiden Jahren stark zusammengelaufen, und ob der nur noch geringe Mehrertrag ausreichend ist, um die höheren Risiken eines Aktienengagements abzudecken, ist diskutabel.



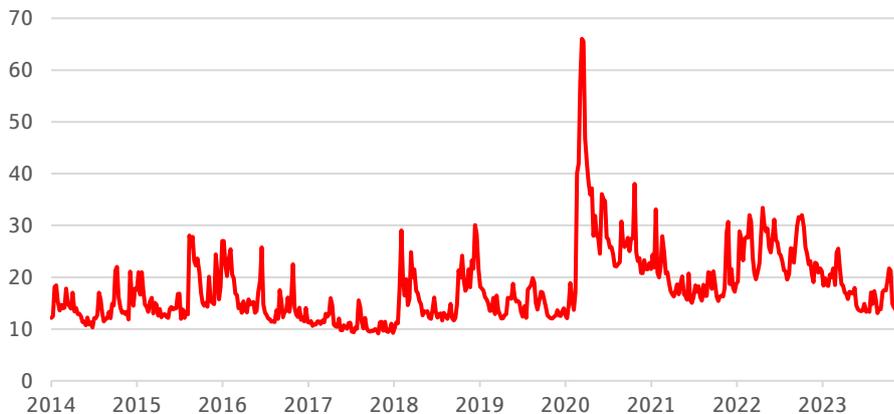
Die Investoren scheinen diesen Umstand ganz ähnlich zu bewerten. Zwar sind Aktien als Resultat der jahrelangen Nullzinsphase in der Allokation über alle Anleger (institutionell und privat) hinweg so hoch gewichtet wie selten, doch es ist anzunehmen, dass dieser Anteil von dem Hintergrund der Zinswende zurückgeführt wird. Gemäß den Angaben einer Investmentbank flossen von Januar bis Oktober 2023 US-Geldmarktfonds Mittel im Volumen von 1,2 Bio. USD-Dollar zu, während sich die Zuflüsse in Aktienfonds auf 17 Mrd. US-Dollar beschränkten.

Hoher Aktienanteil in der Anlegerallokation dürfte zurückgeführt werden

Stirnrunzeln bereitet uns ferner die Anlegerstimmung. Der Volatilitätsindex VIX – umgangssprachlich auch als Angstbarometer bezeichnet – rangiert auf sehr niedrigen Niveaus und unweit eines Drei-Jahres-Tiefs. Er zeigt damit an, dass aus Sicht der Marktteilnehmer „nichts schiefgehen kann“. Sicherlich hat das Öffnen der Zinssenkungstür seitens der Fed auf der letzten Sitzung des Jahres 2023 den Optimisten Rückenwind verschafft. Dem grundsätzlich immer noch herausfordernden Umfeld mit vielen Unwägbarkeiten scheint eine derartige Sorglosigkeit jedoch nicht angemessen. Dem vor gut einem Jahr als ausgezeichnete Sache geltenden Abrutschen in die Rezession hat sich die US-Wirtschaft bisher beeindruckend widersetzt. Vielfach wird daher mit einer sanften Landung der US-Wirtschaft gerechnet. Dennoch gehen wir fest von einer nennenswerten Wachstumseintrübung in den kommenden Monaten aus. Das durchaus üppig veranschlagte Gewinnwachstum stellt vor diesem Hintergrund eine hohe Hürde dar und die bereits ambitionierte Bewertung bietet nicht viel Puffer für Enttäuschungen. Auch an (geo)politischen Risiken mangelt es nicht.

„Es kann nichts schiefgehen“ signalisiert der niedrige Stand des „Angstbarometers“ VIX

US-Volatilitätsindikator VIX



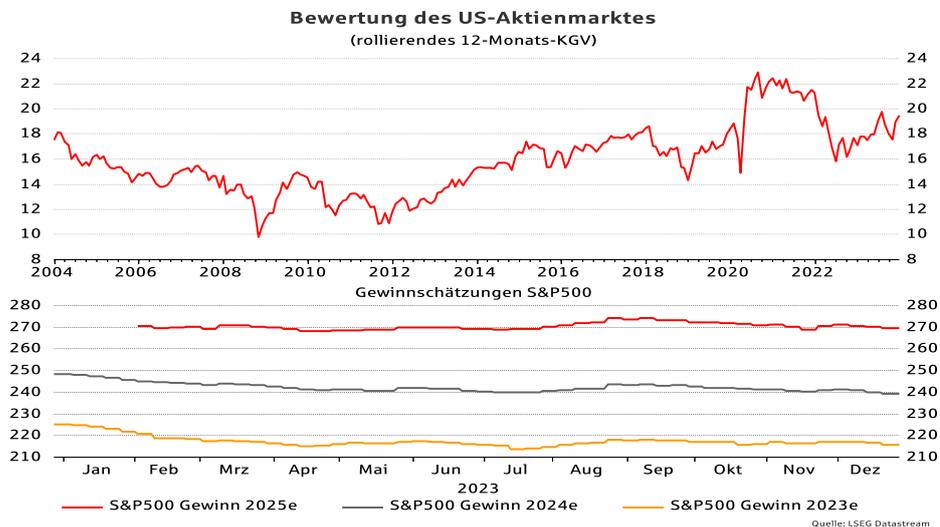
Gegenüber den Post-Corona-Hochs hat sich die Bewertung zwar etwas zurückgebildet, doch klammert man diese Phase aus, bewegen sich die Vielfachen auf einem 20-Jahres-Hoch. Eine weitere Ausdehnung dürfte daher kaum möglich sein. Allerdings ist die Frage nach der angemessenen Höhe des Vielfachen durchaus komplex. Analog zum Performancebeitrag geht die Bewertungsausdehnung auf die „glorreichen Sieben“ zurück. Entsprechend ist der Wert des gleichgewichteten S&P500 weniger auffällig. Angesichts der in Summe höheren Wachstumsaussichten lässt sich die Höherbewertung der glorreichen Sieben theoretisch begründen. Mehr noch, je stärker die Wachstumseintrübung der US-Wirtschaft, desto stärkeren Zulauf könnten diese Titel wegen ihrer Qualitätseigenschaften erfahren. Kehrseite der Medaille ist die hohe Hürde an Erwartungen, die erst einmal überwunden werden muss.

Bewertung im historischen Kontext nicht zuletzt aufgrund des hohen Gewichts der glorreichen Sieben hoch

Das Thema, dass nur wenige Titel den Großteil des Indexerfolgs auf sich vereinen, ist nicht neu. Es war das Jahr 2020 und es waren FAAMG genannte fünf Titel

Heute die glorreichen Sieben, damals die FAAMG

(Facebook, Apple, Amazon, Microsoft und Google), die 23 % des Gewichts im S&P500 ausmachten und zwei Drittel zum Aktienmarktplus beitrugen, weil sie die Gewinner des Stay-At-Home-Trends waren. Nach einem passablen Jahr 2021 hielten sie im Jahr 2022 jedoch die rote Laterne. Auch wenn die Umstände nur bedingt vergleichbar sind, sollte man zumindest im Hinterkopf behalten, dass Trends enden und Favoriten wechseln können.



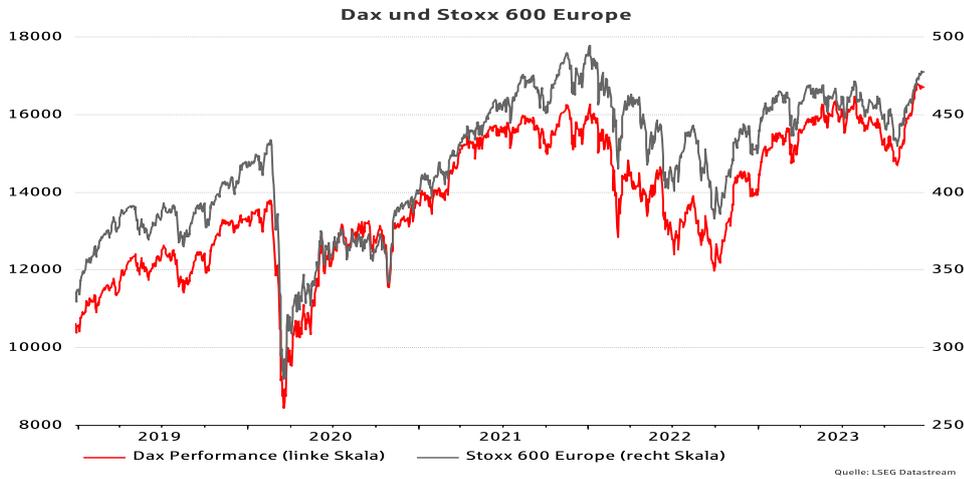
Auszuschließen ist es nicht, doch bei unserer Indexprognose kalkulieren wir ohne eine Bewertungsausdehnung. Somit schöpft sich das Indexpotenzial primär aus dem Gewinnfortschritt. Hier dürfte jedoch angeklungen sein, dass wir die Konsensprognose skeptisch sehen, welche zwei Jahre nacheinander prozentual zweistelliges Gewinnwachstum voraussieht. Wir nehmen bei unserer Indexprognose daher vor allem für das laufende Jahr einen entsprechenden Abschlag vor. Auf Basis einer mehr oder weniger konstanten Bewertung kommen wir so auf ein Kursziel für den S&P500 von 4.750 bis 4.900 Punkten. Im Vergleich zum Ausgangsniveau ein überschaubarer Fortschritt. Des Weiteren lassen die durchaus optimistischen Erwartungen, sowohl in Bezug auf den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung als auch das Wachstum der US-Wirtschaft und auf den Gewinnfortschritt der Unternehmen bei gleichzeitiger Sorglosigkeit, den einen oder anderen Moment der Ernüchterung erwarten, was sich in einer höheren Volatilität niederschlagen sollte.

2. Europa

Unternehmen zeigten sich robuster als zuvor erwartet

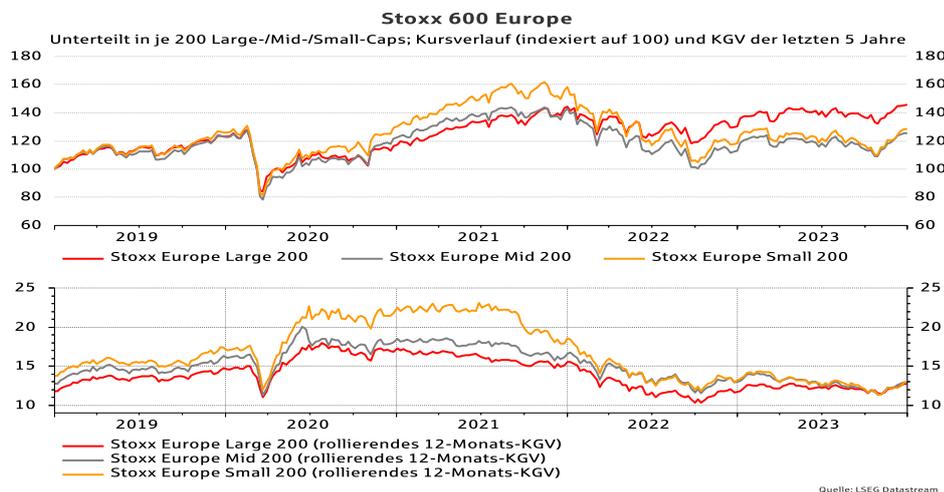
Noch zu Beginn des letzten Jahres beherrschten Sorgen um einen Konjunktur-einbruch im Euroraum das Stimmungsbild. Zu den ohnehin schwierigen konjunkturellen Umständen gesellte sich zudem die Ungewissheit über die Folgen des Zinsanstiegs für den Unternehmenssektor. Zu erwarten war, dass europäische Unternehmen die zunehmend steigenden Kosten nur schwierig weiterreichen können und die Margen und somit die Gewinne sinken werden. Von den schlimmstmöglichen Befürchtungen blieb die Wirtschaft jedoch verschont: Die befürchtete Wirtschaftsschwäche im Euroraum wog weniger schwer und die Unternehmen lieferten im Gros recht robuste Zahlenwerke. Dies ließ auch die Marktteilnehmer aufatmen, die, trotz wieder attraktiverer Anlagealternativen, schon früh im Jahr wieder zu Aktien griffen und den Verlusten aus dem Vorjahr Paroli boten. Obwohl die konjunkturellen Rahmenbedingungen auch im späteren Verlauf des Jahres noch kein grünes Licht für eine erstarkende Wirtschaft

gaben, zeigten sich die Märkte optimistisch und gaben den Zinssenkungs- und Aufschwungserwartungen für 2024 einen Vertrauensvorschuss. Der Dax erklimmte im Dezember bereits einen neuen Höchststand und schloss zum Jahresende nur unweit davon. Auch der Stoxx 600 Europe konnte im Jahresendspurt wieder enger zu seiner Höchstmarke aufschließen.



Für das vor uns liegende Jahr werden die Bedingungen für den europäischen Aktienmarkt erst einmal etwas holprig. Den Unternehmen steht noch ein Großteil der auf den Preisanstieg folgenden Lohnsteigerungen bevor. Zwar wird es für die Verbraucher auf ein Reallohnwachstum hinauslaufen (die Inflation ist stark rückläufig und die Lohnabschlüsse sind im Gros bereits ausgemachte Sache) und der Konsum wird gestützt. Doch wird der Margendruck, der von dem erhöhten Personalaufwand ausgelöst wird, die Unternehmensgewinne in 2024 in ihrem Wachstum beschränken. Außerdem sind wenig Impulse aus China und den USA zu erwarten.

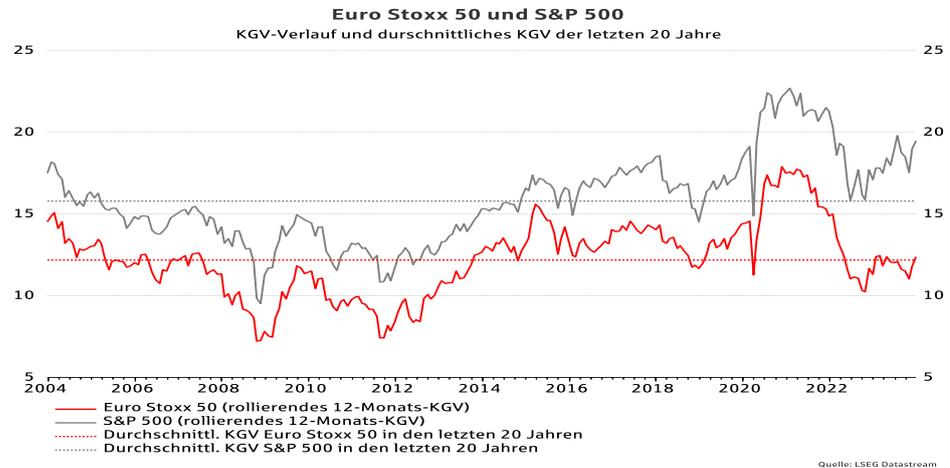
Lohnsteigerungen werden das Gewinnwachstum einschränken



Vorteilhaft für den Unternehmenssektor gestaltet sich das Zinsumfeld. Die EZB hat ihren Zinserhöhungskurs abgeschlossen und dürfte im späten Verlauf 2024 die Zinsen wieder senken. Der Markt hat dies bereits frühzeitig in Form sinkender Kapitalmarktrenditen eingepreist. Die Profiteure günstigerer Finanzierungsbedingungen dürften in besonderem Maße kleinere und mittelgroße Unternehmen sein, da sie im Schnitt kurzfristiger finanziert sind und somit sensibler auf Zinsänderungen reagieren. Nach einer Underperformance von über zwei Jahren besteht die Chance, dass sich die Bewertungsrelationen der kleineren und mittleren Unternehmen wieder normalisieren. In dem Segment finden sich

Zinsumfeld freundlicher – Mittlere und kleinere Unternehmen profitieren in besonderem Maße

einige „Hidden Champions“, die wegen der Präferenz der Investoren für Schwergewichte etwas aus dem Fokus geraten sind. Das spricht für Aufholpotenzial, sollten sich verbesserte Finanzierungsbedingungen und optimistischere Wachstumsperspektiven einstellen. Denn im Gegensatz zu den Large-Caps haben die Mid- und Small-Caps noch keine neuen Allzeithochs erreicht.



Bewertung nah am langfristigen Mittel – Gewinn-schätzungen plausibel

Nicht nur die kleineren Titel sind im historischen Kontext niedrig bewertet, auch der gesamte europäische Markt wirkt attraktiv. Im Gegensatz zum US-Markt befindet sich die Bewertung des europäischen Aktienmarktes nah am langjährigen Mittel. Die günstigere Bewertung könnte bewirken, dass sich die Anleger wieder mehr Europa zuwenden. Abseits dessen halten wir die vorliegenden Gewinnschätzungen für plausibel. Daraus ergibt sich eine Prognose von 4.650 bis 4.800 Punkten zum Jahresende beim Euro Stoxx 50. Zusätzlich gestützt wird die Prognose von einem Blick in die Historie. Dieser zeigt, dass eine erhöhte, aber sinkende Inflation im Mittel hohe einstellige Aktienmarktrenditen mit sich gebracht hat.

3. Branchenstrategie

Defensive Ausrichtung zum Jahresauftakt bevorzugt

Analog zur Jahresendrallye am Gesamtmarkt, welche nicht unwesentlich durch Zinssenkungshoffnungen und sinkende Kapitalmarktrenditen forciert wurde, geriet auch die Branchenbilanz auf der Zielgeraden noch einmal ordentlich in Bewegung. Vor allem zyklische Bereiche erhielten Oberwasser und auch Sektoren, die von sinkenden Zinsen profitieren, allen voran der Bereich Immobilien oder auch der Bausektor. Dagegen konnten Titel mit eher defensivem Profil nicht mithalten. Trotz unserer für das Gesamtjahr moderat positiven Sichtweise hat der Markt unseres Erachtens eine ordentliche Menge an Vorschusslorbeeren vereinnahmt. Das konjunkturelle Umfeld bleibt vorerst herausfordernd und die Zinssenkungshoffnungen könnten sich als verfrüht erweisen und damit den generellen Risikoappetit dämpfen. Wir halten daher zu Jahresbeginn an unserer eher defensiven Ausrichtung fest. Bereits vor der Jahresendrallye zeichneten sich die Sektoren Nahrung & Getränke, Telekommunikation und mit Abstrichen Versorger durch eine im historischen Kontext eher moderate Bewertung aus. Angesichts der unterproportionalen Partizipation am Schlusspurt hat sich die Bewertung vor allem im relativen Kontext weiter verringert. Des Weiteren gelten diese Branchen als sog. Bond-Proxies, also Renten-Alternativen. Wenn gleich das Nullzinsumfeld passé und Anlagealternativen wieder vorhanden sind, zeichnen sich die Titel unverändert durch eine hohe Zinssensitivität aus. Der Rückgang der Kapitalmarktrenditen ging zuletzt aber mehr oder weniger

spurlos an ihnen vorbei und ist mithin noch nicht in den Kursen reflektiert. Zu den sog. Bond-Proxies zählt auch der Gesundheitssektor, welcher durch neue Präparate und geringe Patentabläufe im laufenden Jahr ordentliche Gewinnfortschritte erzielen sollte. Für den Energiesektor spricht, dass die Unternehmen auch auf dem derzeitiger eher ermäßigten Ölpreisniveau hohe Cash Flows erzielen, die überdurchschnittliche Ausschüttungen und Aktienrückkäufe ermöglichen. Analog zu hohen Dividendenrenditen ist die Bewertung eher moderat. Im Grundstoffsektor setzen wir frühzeitig auf steigende Industriemetallpreise vor dem Hintergrund sich abzeichnender Knappheiten. Auf der anderen Seite des Spektrums finden wir u. a. den Bausektor. Die überraschend starke Entwicklung 2023 fußte auf einem hohen Auftragsbestand (weniger auf Neuaufträgen) und stark sinkenden Zinsen zum Jahresende. Dies dürfte sich so nicht wiederholen. Industrie und Medien sind nach dem Schlusspurt eher hoch bewertet, was im Umfeld schwacher Konjunkturnachrichten Tribut fordern könnte. Im Bereich Chemie fällt es schwer, trotz verhaltener Kursentwicklung von moderater Bewertung zu sprechen. Zu sehr zeigt der Gewinntrend gegen Süden. Als frühzyklischer Sektor scheint ein Turnaround eine Frage der Zeit, doch noch sind zu wenig Silberstreifen erkennbar.

Übergewichten	Neutral	Untergewichten
Energie Gesundheit Grundstoffe Nahrung & Getränke Telekommunikation Versorger	Automobile Banken Einzelhandel Finanzdienstleister Immobilien Konsum defensiv Konsum zyklisch Reisen & Freizeit Technologie Versicherungen	Bau Chemie Industrie Medien

4. Asien und die Schwellenländer

In der Vergangenheit fokussierten wir an dieser Stelle häufig auf China und Japan – die beiden bedeutendsten Wirtschaftsmächte in Fernost. Inzwischen hat sich ein drittes Land dazu gesellt: Indien. Das bevölkerungsreichste Land der Erde hat Großbritannien im Jahr 2022 als fünftgrößte Volkswirtschaft abgelöst. Dass Indien im letzten Jahr den G20-Gipfel ausgerichtet hat und es dem Land zudem als Erstes (!) gelang, eine Robotersonde auf der Südseite des Mondes zu landen, sind zwei wichtige Prestigeerfolge, die stellvertretend stehen für die Bedeutsamkeit und den gewachsenen Einfluss, den das Land mittlerweile auf globaler Bühne erlangt hat. Wir nehmen dies zum Anlass, einmal einen genaueren Blick auf Indien zu richten, an dieser Stelle speziell auf den indischen Kapitalmarkt. Indische Aktien haben in den letzten Quartalen mit einer starken Wertentwicklung auf sich aufmerksam gemacht, was nicht von ungefähr kommt. Denn die amtierende Regierung unter Narendra Modi hat in den letzten zehn Jahren zahlreiche wirtschaftsfreundliche Maßnahmen ergriffen, die begonnen haben, sich positiv niederzuschlagen. Der schlafende Riese scheint also erwacht zu sein und dies wiederum hat Begehrlichkeiten geweckt – der indische Aktienmarkt verzeichnete im letzten Jahr starke Mittelzuflüsse aus dem Ausland. Wie geht es nun weiter?

Indien mit gewachsenem Einfluss auf globaler Bühne – Starke Wertentwicklung indischer Aktien kommt nicht von ungefähr

Indische Politik schafft Ausgangsbasis für wachsende Prosperität – Indische Anleihen vor Aufnahme in Benchmarkindizes

Mit diversen Maßnahmen hat die indische Politik die Ausgangsbasis für eine wachsende Prosperität in den kommenden Jahren geschaffen. Dazu zählen u. a. Investitionen in den Ausbau der physischen und digitalen Infrastruktur, das Vorantreiben bargeldloser Zahlungen, ein erleichterter Zugang zu Krediten oder die Vereinheitlichung des Steuersystems in allen Bundesstaaten. Auch an der Öffnung der bislang eher abgeschotteten Finanzmärkte wurde gearbeitet, beispielsweise wurden Anleiheinvestitionen durch ausländische Anleger durch den Wegfall von Beschränkungen erleichtert. Dieser positiven Entwicklung tragen auch wichtige Indexanbieter Rechnung, indem sie prüfen bzw. in diesem Jahr bereits damit beginnen, indische Anleihen schrittweise in ihre Benchmarkindizes aufzunehmen.

Aussicht auf eine stark wachsende, kaufkräftige Mittelschicht

Eine indische Besonderheit ist, dass der private Konsum einen vergleichsweise hohen Anteil am BIP einnimmt. Dieser Umstand entwickelt seinen besonderen Charme, führt man sich vor Augen, dass die demografischen Perspektiven des Landes vielversprechend sind. Denn anders als in den meisten anderen Ländern der Welt wird die Bevölkerungsstruktur durch junge Menschen im erwerbsfähigen Alter dominiert. Daran dürfte sich bis auf Weiteres nichts ändern. Im Gegenteil: Experten erwarten, dass ihr Anteil an der Gesamtbevölkerung noch bis in die Mitte der 2030er-Jahre weiter ansteigt. Von dieser Aussicht auf eine in den kommenden Jahren stark wachsende, kaufkräftige Mittelschicht dürfte auch der Aktienmarkt profitieren.

Westliche Unternehmen steuern Indien als alternativen Produktionsstandort an

Letztgenannter profitiert zudem davon, dass westliche Unternehmen zunehmend bestrebt sind, ihre Abhängigkeit von China zu reduzieren, um sich geografisch besser zu diversifizieren. Bereits heute nutzen Unternehmen wie Amazon, Apple oder Boeing das südasiatische Land als alternativen Produktionsstandort. Die Tendenz dahin dürfte sich fortsetzen und weitere ausländische Investitionen in das Land nach sich ziehen. Exemplarisch für die wirtschaftliche Aufholjagd Indiens steht im Übrigen auch die sich verbessernde Wettbewerbsfähigkeit indischer Unternehmen. Im vom International Institute for Management Development (IMD) erhobenen Global Competitiveness Index hat sich Indien inzwischen bereits auf den 40. Rang hochgearbeitet. Zur Einordnung: Länder wie Polen, Italien oder Kroatien liegen dahinter.



Starke Wertentwicklung des Aktienmarktes – Bewertung „traditionell“, aber nicht über die Maß erhöht

Mit Blick auf Wertentwicklung und Bewertung ist zu konstatieren, dass der indische Aktienmarkt im Nachgang der Corona-Krise bemerkenswerte Wertzuwächse vollzogen hat. Seit dem Zwischentief im März 2020 hat sich das Kursniveau mehr als verdoppelt. Es überrascht daher nicht, dass indische Aktien – ge-

messen an klassischen Bewertungskennzahlen – auf den ersten Blick ambitioniert bewertet erscheinen. Dies aber nicht grundlos. Voranstehende Grafik (graue Balken) zeigt, dass sich die lange Zeit unterdurchschnittliche Eigenkapitalrendite indischer Unternehmen in den letzten Jahren merklich verbessert hat. Sie liegt inzwischen deutlich höher, als es im Rest der Welt im Durchschnitt der Fall ist. Dies rechtfertigt Bewertungsaufschläge durchaus, die im Übrigen am indischen Markt auch historisch gewachsen sind. So zeigt der untere Teil der Grafik zum einen, dass ein Bewertungsaufschlag üblich ist, zum anderen, dass dieser aktuell aber nicht über die Maßen erhöht ist. Vielmehr liegt er nah am Durchschnitt der letzten Jahre.

Zweifelsohne sind indische Aktien alles andere als risikolos. So bestehen diverse politische und wirtschaftliche Übergangsrisiken, wie sie in vielen Schwellenländern auftreten und die den Markt auch anfällig für zwischenzeitliche Korrekturen machen. Beispielsweise lässt die Corporate Governance der Unternehmen noch zu wünschen übrig, zudem sind die Beteiligungsverhältnisse teilweise intransparent. Hinzu kommt, dass der Bevölkerungsreichtum nicht nur Chancen bietet, sondern die politischen Weichensteller in den kommenden Jahren vor Herausforderungen stellt: Themen wie z. B. Armut, Korruption oder unzureichende Bildung sind weiterhin problematisch. Andererseits besteht hier aber auch noch genügend Raum für Verbesserungen – das Potenzial ist sicher noch lange nicht ausgeschöpft. Dies gilt übrigens auch für den Immobiliensektor. Anders als z. B. in China, wo sich aktuell die Überinvestitionen der vergangenen Jahre negativ bemerkbar machen, besteht in Indien aufgrund unzureichender Investitionen der letzten Jahre enormer Nachholbedarf.

Mit Blick auf die De-Globalisierung meidet das Land bewusst, sich bei der politischen Blockbildung einseitig zu positionieren und sichert sich damit Handelsverflechtungen in alle Richtungen. Zudem treibt das Land die Digitalisierung aktiv voran, um den zahlreichen Herausforderungen der kommenden Jahre zukunftsfähig zu begegnen. Dazu zählt auch das regierungsseitig forcierte Engagement im Bereich der KI – hier ist Indien mittlerweile der viertgrößte Produzent von KI-relevanten wissenschaftlichen Arbeiten und zählt bei den KI-Patentanmeldungen zu den Top 10-Ländern der Welt. Betrachtet man also die rund um den Globus stattfindenden strukturellen Umbrüche, so lässt sich konstatieren, dass Indien zu ihren Nutznießern zählt. Dies macht die Börse des Landes perspektivisch attraktiv, ungeachtet ihrer scheinbar erhöhten Bewertung.

Fazit und Empfehlung: Mit Blick auf die gesamte asiatische Wirtschaftsregion (zu der wir auch Indien zählen) sind wir unverändert der Überzeugung, dass in den kommenden Jahren die Chancen die Risiken überwiegen. Die Region trägt momentan und in absehbarer Zukunft den Löwenanteil zum globalen Wachstum bei. Dafür sind nicht nur die Wirtschaftsmächte China, Japan und Indien ursächlich, sondern auch Länder wie Südkorea und Taiwan, in denen diverse globale Marktführer, vor allem in technologienahen Branchen, angesiedelt sind. Aufstrebende Volkswirtschaften, z. B. die Thailands, Indonesiens oder Malaysias, bieten ebenfalls aussichtsreiche Perspektiven und sorgen darüber hinaus für Diversifikation im Portfolio. Letztgenannte halten wir unverändert für elementar, auch wenn die Aktienmärkte einzelner asiatischer Länder, allen voran China, im letzten Jahr hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind.

Vielfach finden sich aussichtsreiche Rahmenbedingungen, die sich gleichwohl nicht über einen Kamm scheren lassen. So hat China sicherlich mit anderen Herausforderungen zu kämpfen als Japan; dafür lassen sich vielfach weitere Bei-

Risiken und Herausforderungen bleiben

Indien dürfte von den globalen strukturellen Umbrüchen eher profitieren

Für die asiatische Region überwiegen die Chancen

Bewertungen vielfach moderat

spiele finden. Was jedoch viele Börsen der asiatischen Region eint, ist der Umstand, dass vergleichsweise moderate Bewertungsniveaus vorzufinden sind. Indien bildet hier zwar, wie gezeigt, eine Ausnahme, zählt aber dennoch zum Kreis der Länder, denen wir mittel- bis langfristig eine gute Aktienmarktentwicklung zutrauen.

U. E. wäre es eher ein Risiko, die Anlageregion unberücksichtigt zu lassen

Unter Chance-/Risiko-Erwägungen empfehlen wir nach wie vor, die Anlageregion einem gut diversifizierten Portfolio beizumischen. An dieser Stelle sei betont, dass wir es eher als unverhältnismäßig risikoreich empfinden würden, den asiatischen Wirtschaftsraum im Aktienportfolio unberücksichtigt zu lassen. Angesichts der Heterogenität der Region empfehlen wir eine aktiv gemanagte Produktlösung, welche die aussichtsreichsten Länder selektiv, aber dennoch ausgewogen adressiert. Ökonomische Schwergewichte wie China, Japan und Indien sollten darin nennenswert vertreten, nicht aber überrepräsentiert sein. So gilt es, Klumpenrisiken, die sich aus passiv gemanagten Anlagelösungen ergeben (z. B. das hohe Gewicht Chinas oder die teilweise Nicht-Berücksichtigung Indiens in einigen Referenzindizes), zu vermeiden.

VI. Rohstoffe

Schwankungsfreudiges Umfeld für Öl dürfte Bestand haben

Rohöl – Im zurückliegenden Kalenderjahr war die Ölpreisentwicklung von starken konjunkturellen und (geo-)politischen Unsicherheiten geprägt. In dieser Gemengelage zeigte sich der Preis für das „schwarze Gold“ (hier: Nordseesorte Brent) volatil und schwankte unterjährig zwischen rund 70 und knapp 100 US-Dollar/Barrel. Das schwankungsfreudige Umfeld dürfte auch im Jahr 2024 Bestand haben. Dabei sind von konjunktureller Seite nur verhaltene Impulse zu erwarten, denn die industrielle Aktivität wird bis auf Weiteres durch das hohe Zinsniveau gedämpft, worunter wiederum die globale Ölnachfrage leidet. Zwar rechnen Börsianer mit einer geldpolitischen Trendwende, sprich: Leitzinssenkungen, jedoch wirken diese mit zeitlicher Verzögerung, sodass sich diese vorerst kaum in einer deutlich steigenden physischen Nachfrage niederschlagen werden.

US-Notfallreserve ist auffüllbedürftig – Dies steht jedoch im Widerspruch zum Bestreben der Vereinigten Staaten, den Ölpreis niedrig zu halten

Eine zusätzliche und zugleich konjunkturunabhängige Nachfrage könnten indes die Vereinigten Staaten generieren. Das Land verfügt über eine strategische Ölreserve, die u. a. eingeführt wurde, um mögliche Auswirkungen von Unterbrechungen bei der Ölversorgung zu verringern. Bei der „Strategic Petroleum Reserve“ (SPR) handelt es sich um den weltgrößten Notfallvorrat, den die US-Administration angesichts der schieren Größe – die Lagerkapazität beläuft sich auf 714 Mio. Barrel – als ein Schlüsselinstrument der Außenpolitik betrachtet. Die in unterirdischen Salzkammern eingelagerten Vorräte sollen den täglichen Bedarf der Vereinigten Staaten für den Krisenfall decken. Historisch betrachtet reichte die SPR meist für etwas mehr als einen Monat aus. Zuletzt hat sich hier jedoch eine deutliche Abweichung vom historischen Mittel ergeben: Die aktuellen Vorräte decken den US-Bedarf nur noch für rund 17 Tage. Offensichtlich besteht Handlungsbedarf, die beanspruchten Reserven wieder aufzufüllen. Damit hat die US-Regierung zum Jahresausklang 2023 bereits begonnen. Die Kaufaktivität dürfte bis auf Weiteres Bestand haben und dazu beitragen, dass sich der seit September/Oktober 2023 rückläufige Ölpreistrend zumindest nicht ungebremst fortsetzt. Die Auffüllung der SPR steht allerdings im Widerspruch zum Bestreben der Vereinigten Staaten, den Ölpreis niedrig zu

halten. Nicht nur große Teile der US-Industrie haben ein Interesse daran, sondern auch die benzinpreissensitive Bevölkerung dürfte im anstehenden Präsidentschaftswahlkampf mit dem Thema konfrontiert werden.



Auf der anderen Seite des Globus ist hingegen der OPEC+-Staatenverbund an einem höheren Ölpreis interessiert. Das „tonangebende“ Saudi-Arabien beispielsweise strebt mit Blick auf den eigenen Staatshaushalt einen Ölpreis oberhalb von 80 US-Dollar/Barrel an. Vor diesem Hintergrund bemüht sich das Kartell um Förderbeschränkungen, um einen Gegenpol zur starken US-Förderaktivität zu bilden. Schließlich sind die USA ohnehin der weltgrößte Ölförderer; sie haben ihre Produktion in den letzten Jahren aber nochmals ausgeweitet, fördern aktuell so viel wie nie zuvor und unterlaufen damit die Interessen von Saudi Arabien & Co.

OPEC+ bildet Gegenpol zu den US-Interessen

Vor dem beschriebenen Hintergrund gehen wir für 2024 davon aus, dass der Ölpreis wieder über die 80-Dollar-Marke zurückkehren und sich – wenn auch unter Schwankungen – auf diesem Niveau halten wird. Ein Überschießen des Preises deutlich über 100 Dollar erwarten wir (vorbehaltlich unprognostizierbarer geopolitischer Eskalationen) indes nicht. Zu auskömmlich ist dafür die US-Produktion und zu mau die globale Wirtschaftsaktivität. Unterstützung erhält dieses Bild durch die aktuelle Terminkurvenkonstellation. Die Kurve verläuft momentan bis Mitte 2025 relativ flach und damit unauffällig, sprich: Sie gibt keine Hinweise darauf, dass der Ölmarkt in absehbarer Zukunft stärker über- oder unterversorgt sein könnte. Lediglich für die Zeit danach fällt die Preiskurve ab („Backwardation“) und signalisiert dadurch perspektivisch die Erwartung einer gewissen Angebotsknappheit.

Rückkehr über 80 Dollar erwartet

Gold – Der Goldpreis hat das Jahr 2023 ordentlich abgeschlossen. Auf Dollar-Basis legte der Wert einer Feinunze um rund 13 % zu, auf Euro-Basis fiel der Wertzuwachs mit ca. 10 % nur geringfügig schwächer aus. Unterjährig gelang der Notierung sogar ein Allzeithoch. Die neue, Anfang Dezember aufgestellte Bestmarke liegt bei 2.135 Dollar/Feinunze. Die gute Performance ist bemerkenswert, da die Leitzinsen im Jahresverlauf rund um den Globus spürbar anzogen. Exemplarisch dafür steht die US-Notenbank, die den Leitzins auf über 5 % an hob und damit dem „Lockruf des Goldes“ (Jack London) ein durchaus schmackhaftes Argument entgegenstellte. Zweifelsohne entfaltete das erhöhte Zinsniveau Bremswirkung auf den Goldpreis, letztendlich reichte es aber nicht aus, um Investoren davon zu überzeugen, sich in größeren Mengen von Gold zu trennen. Zu schwer wogen (und wiegen weiterhin) die Argumente, die für eine Beimischung des Edelmetalls im Portfolio sprechen.

Goldpreis trotz deutlich gestiegener Leitzinsen mit Allzeithoch

Gold erfüllt abermals seine Rolle im Portfolio – Nachfrageperspektiven bleiben mit Blick auf 2024 konstruktiv

Vor allem in turbulenteren Zeiten am Aktienmarkt – dies wurde im letzten Jahr einmal mehr deutlich – erfüllt Gold seine Rolle im Portfolio: In den schwachen Marktphasen im März und Oktober legte das Edelmetall merklich an Wert zu und begrenzte damit die Schwankungen des Gesamtportfolios. Diese stabilisierende Funktion des Goldes dürfte in Investorenkreisen auch im Jahr 2024 gefragt sein. Die unsichere konjunkturelle Gemengelage wird ebenso zu zeitweilig aufkeimender Risikoaversion beitragen wie die zahlreichen geopolitischen Krisenherde, bei denen vielfach keine Entspannung in Sicht ist. Unterstützung für den Preis ist (im Sinne einer nachlassenden Bremswirkung) zudem von der Zinsseite zu erwarten: Das Gros der Zentralbanken dürfte den Zinshöhepunkt inzwischen erreicht bzw. bereits hinter sich gelassen haben. Die Attraktivität des Faktors Zins als Anlagealternative zu Gold dürfte damit an Triebkraft verlieren. Die Zentralbanknachfrage fungierte derweil in den vergangenen Jahren als weitere nennenswerte Nachfragekomponente. Bislang zeichnet sich nicht ab, dass es hier zu einem Umdenken kommt, sodass wir die Währungshüter rund um den Globus per saldo weiterhin als Netto-Goldnachfrager erwarten. Die bedeutendste Nachfragequelle stellt derweil seit Jahren die Goldschmucknachfrage dar. Diese speist sich zu großen Teilen aus China und Indien, wo Goldschmuck traditionell eine wichtige Rolle einnimmt. Gerade mit Blick auf Indien bleiben wir für die kommenden Jahre optimistisch gestimmt. Wir hatten im Aktienteil „Asien und die Schwellenländer“ bereits ausgeführt, dass eine breite konsumkräftige Mittelschicht im Entstehen ist. Deren Nachfrage dürfte sich auch auf das im Land beliebte Gold erstrecken, auch bzw. gerade weil Gold in Indien eine wichtige Bedeutung als Statussymbol innehat.

Minenproduktion läuft jedoch auch rund – 2024 kein Überschießen des Goldpreises erwartet – Langfristig dürfte die Notierung jedoch weiter anziehen

Trotz der wie aufgezeigt guten Nachfrageperspektiven erwarten wir mit Blick auf das Jahr 2024 keinen überschießenden Goldpreis. Denn es ist nicht von der Hand zu weisen, dass die Minenproduktion durchaus rund läuft. Die Zahlen zum dritten Quartal 2023 belegten dies mit einem Rekordwert von 971 zutage geförderten Tonnen eindrucklich. Auch die recycelten Goldmengen (289 Tonnen) stiegen zuletzt nennenswert an, sodass sich zumindest momentan keine Knappheiten andeuten. Mittel- bis langfristig sollte man diesen Zustand einer auskömmlichen Förderung aber nicht einfach fortschreiben. Steigende Energiekosten, wachsender Förderaufwand und strengere Umweltauflagen dürften in den nächsten Jahren entweder dafür sorgen, dass Gold nicht mehr in den bekannten Mengen zutage gefördert wird oder dass die Kosten zur Aufrechterhaltung der Fördermengen markant steigen. Der Effekt beider Alternativen ist der Gleiche: Ein steigender Goldpreis. Hier handelt es sich jedoch um langfristige Wirkungsketten. Es steht nicht unbedingt zu erwarten, dass sich diese Entwicklungen bereits 2024 nennenswert im Goldpreis niederschlagen.

Konjunktur- und Inflationsumfeld stellt eine „mittelprächtige“ Ausgangslage für den Goldpreis dar

Historisch betrachtet handelt es sich bei dem für 2024 zu erwartenden Konjunktur- und Inflationsumfeld um eine Ausgangslage, die für Goldinvestoren als „mittelprächtigt“ einzuordnen ist. Die Konjunktur dürfte sich zwar beleben, ihre Dynamik sich aber in Grenzen halten, was das grundsätzliche Gold-Kaufinteresse bändigen sollte. Auch sehen wir keinen Anlass, von einem Risikoszenario auszugehen, das einen panischen Run auf Gold erwarten lassen würde. Rückläufige Opportunitätskosten und nicht zuletzt eine etwas erhöhte Inflation sprechen aber weiterhin für Gold. So lag die durchschnittliche Wertentwicklung des Edelmetalls in Phasen, in denen die Inflation erhöht, aber nicht markant hoch war (sprich: zwischen zwei und fünf Prozent), in der Historie bei ca. sieben Prozent p. a. – statistisch betrachtet liegt dies etwa auf Augenhöhe mit einer durchschnittlichen Aktienrendite. Primär aufgrund seiner wichtigen Funktionen im Portfolio (Schwankungsreduktion, Verbesserung des Chance-/Risiko-Profiles,

Absicherung von unvorhersehbaren Extremereignissen) empfehlen wir weiterhin, einem Portfolio zur Diversifizierung eine Goldposition im Bereich zwischen 5 und 10 % beizumischen.

Industriemetalle – Wir hatten das zurückliegende Jahr 2023 als „Jahr des Übergangs“ für die Industriemetalle bezeichnet. Ein Übergang allmählich weg von einem Umfeld, in dem konjunkturelle Schwäche das Geschehen dominiert, hin zu einem Markt, der sich wieder vor Augen führt, dass – u. a. angesichts unzureichender Investitionen der Förderindustrie – Angebotsknappheiten bei Kupfer, Aluminium & Co. unausweichlich sein dürften. Grundsätzlich halten wir an dieser Erwartungshaltung fest, auch wenn der Aspekt der schwachen Konjunktur bis zuletzt die Oberhand behielt und eine Trendwende bei den Metallpreisen nach wie vor abzuwarten bleibt. Weder China als weltweit wichtigster Metall-Nachfrager noch wichtige westliche Industriestaaten zeigen zurzeit nennenswerte wirtschaftliche Dynamisierungsanzeichen. Vor diesem Hintergrund hat unser Szenario perspektivisch steigender Metallpreise weiter Bestand, wenngleich es sich auf der Zeitachse etwas nach hinten verschiebt. Erst wenn sich die für 2024 und 2025 erwartete, vorsichtige wirtschaftliche Belebung einstellt und dadurch ein Nachfrageimpuls generiert wird, dürfte sich der Fokus der Aufmerksamkeit in Richtung knapper Angebotskapazitäten verlagern. Exemplarisch für die Entwicklung steht der Kupferpreis, der sich im letzten Jahr per saldo nahezu seitwärts entwickelte. Hier rechnet die International Copper Study Group auch für 2024 zwar noch mit einem gut versorgten Markt. Jüngere Entwicklungen zeigen aber, dass es zusehends schwieriger wird, sogar eine sich auch nur langsam dynamisierende Weltwirtschaft mit metallischen Rohstoffen zu versorgen. So kürzte Anglo American, einer der weltgrößten Metallproduzenten, zuletzt seine Kupfer-Fördermengenprognose deutlich – offenkundig sind einige Minen am Ende ihres Lebenszyklus angekommen. Anglo dürfte mit dieser Problematik nicht alleine sein und eine zeitnahe Lösung ist illusorisch. Schließlich erfordert die Inbetriebnahme neuer Förderstätten viele Jahre – Jahre, auf die der Markt nicht warten wird. Nicht zuletzt zur Bewältigung der Energiewende wird die Nachfrage nach Industriemetallen in den kommenden Jahren deutlich anziehen. Steigende Preise sind daher weniger eine Frage des „ob“, sondern vielmehr des „wann“. Nach einem Jahr 2023 „in den Startlöchern“ rechnen wir daher für den Jahresverlauf 2024 mit dem Startschuss.

Szenario steigender Metallpreise hat Bestand, verschiebt sich auf der Zeitachse aber etwas nach hinten – Der Startschuss dürfte dennoch im Jahr 2024 fallen

C. Vermögensstrukturierung

Leichte Modifikationen in den Musterportfolios – Im Bereich der defensiven Bausteine weitere Umschichtung zu Gunsten der Renten und zu Lasten der Immobilien vorgenommen

Hintergrundinformationen sowie die Herleitung der strategischen Vermögensstrukturen für einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont sind der (nur in digitaler Form erhältlichen) Begleitpublikation „Kapitalmarktperspektiven 2024 – Das große Bild: Die Welt sortiert sich neu“ zu entnehmen. Im Kern gehen wir davon aus, dass der (Leit-)Zinsgipfel in diesem Zinserhöhungszyklus erreicht ist, sodass es zu einer deutlichen Beruhigung und Verbesserung der Ertragsperspektiven im Segment der Investment-Grade-Anleihen kommen dürfte. Darüber hinaus werden u. E. innerhalb der nächsten 12 bis 24 Monate die Leitzinsen in Richtung eines neutraler wirkenden Leitzinsniveaus sinken und sich demzufolge die inverse Zinskurve – sprich: das kurzfristige Zinsniveau liegt über den mittel- bis langfristigen Renditen – in Richtung des historisch üblichen Verlaufs normalisieren. Wir gehen von einer flachen bis leicht aufwärts gerichteten Zinsstruktur für den hier betrachteten mittel- bis langfristigen Anlagehorizont aus. Es gilt demzufolge, das gestiegene Zinsniveau für einen mittel- bis längerfristigen Zeitraum zu sichern. Höhere Liquiditätsanteile bzw. ein kurzfristiger Anlageschwerpunkt zum Senken des Zinsänderungsrisikos bzw. in Erwartung höherer Kurzfristzinsen sind u. E. nicht mehr ratsam. Auswirkung hat dies im Wesentlichen auf die Zusammensetzung der defensiven Bausteine festverzinsliche Wertpapiere und Immobilien(-fonds). Infolge des gestiegenen Zinsniveaus werden Anleihen wieder ihrer traditionellen Rolle als Risikodiversifikator und als Quelle kalkulierbarer Erträge gerecht. Demzufolge haben wir wie bereits in der Halbezeitbilanz 2023 in den Portfolios 1-3, die stellvertretend für eine geringe bis mittlere Risikobereitschaft stehen, Umschichtungen zu Lasten der Immobilienquote und zu Gunsten der Rentenquote im Umfang von je 5 %-Punkten vorgenommen. Im konservativen Portfolio 1 haben wir zudem den Anteil der Liquidität um 5 %-Punkte gesenkt und der Rentenquote zugeschlagen.

Aktienquoten unverändert

Unsere Empfehlung zur Aktienquote basiert neben der Bewertung sowie der relativen Attraktivität der Aktien im Vergleich zu den anderen Anlageklassen im Wesentlichen auf unserer Wahrnehmung des grundsätzlichen Marktklimas. Anfang 2023 war das Marktklima auffällig skeptisch, was uns zu der Empfehlung „Kurs halten“ bewog. Mitte 2023 war bereits ein merklicher Teil Skepsis gewichen, doch kritisch im Sinne eines zu euphorischen Klimas war es noch nicht. „Anfällig für temporäre Korrekturen“ lautete unser Schluss dazu. Zum Jahreswechsel 2023/24 hat sich das Pendel noch ein Stück weiter Richtung Optimismus bewegt. In der Gesamtbewertung kommen wir jedoch zu einer vergleichbaren Bewertung wie im Sommer 2023. Wir bleiben daher letztlich bei der Empfehlung: Keine Veränderung der Quoten im Baustein Aktien. Die Kern-Satelliten-Strategie sowie das regelmäßige Investieren in dieselbe (Investment-Sparpläne) bleiben darüber hinaus wesentliche Bestandteile unserer favorisierten Strategie für den langfristigen Vermögensaufbau.